

Tilburg University

Conversietechniek bij converteerbare obligaties

Bogaert, Karel Alouisius Marie

Publication date:
1961

Document Version
Publisher's PDF, also known as Version of record

[Link to publication in Tilburg University Research Portal](#)

Citation for published version (APA):
Bogaert, K. A. M. (1961). *Conversietechniek bij converteerbare obligaties*. Stenfert Kroese.

General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal

Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

113
C
1

CONVERSIETECHNIEK
BIJ CONVERTEERBARE OBLIGATIES

K. A. M. BOGAERT

113

C
/

COMP

F 15388	S 90687
M 113 C1	R IV

U.D.C. 332.633.6

STELLINGEN

I

Het beoefenen van de economische wetenschap, vrij van apriorismen, is niet mogelijk. Zelfs bij de zuivere economische theorie spelen elementen van levensbeschouwelijke, politieke en religieuze aard een rol.

II

Een differentiële loonpolitiek gebaseerd op productiviteitsverschillen is om economische redenen minder gewenst. Voor een *regionaal* gedifferentieerde loonvorming zijn *wel* motieven van economische aard aan te voeren.

III

De door West-Duitsland en de Verenigde Staten van Noord-Amerika in het recente verleden gevoerde monetaire en economische politiek is onvoldoende gericht geweest op de handhaving van het externe monetaire evenwicht.

IV

De huidige hausse op de aandelenmarkt in Nederland kan voor een belangrijk deel worden verklaard uit een geringe emissie-activiteit in het recente verleden.

V

Het minder frequente gebruik van converteerbare obligaties, onder meer in Zwitserland en Oostenrijk, moet vooral worden verklaard uit het in deze landen ontbreken van een wettelijk onderscheid tussen het maatschappelijk en geplaatst aandelenkapitaal.

VI

Het bedrijfsspel kan worden aangemerkt als belangrijk hulpmiddel bij het aankweken van vaardigheid in het nemen van beslissingen in de onderneming.



VII

De rationele benadering van de mens dient aangevuld te worden door een meer existentieel-phenomenologische.

VIII

Het opsplitsen van de totale rustpauze per dag in een groot aantal terugkerende kortere perioden, zal de arbeidsprestatie bij massa- en serieproductie in het algemeen nadelig beïnvloeden.

IX.

De mogelijkheden om door de keuze van de conversietechniek invloed uit te oefenen op de bij conversie van obligaties optredende wijzigingen in de omvang en de structuur van het vermogen, worden in de praktijk nog onvoldoende onderkend.

X

Het door De Lange veronderstelde verband tussen de hoogte van de conversiekoers en de toeneming van het geplaatste aandelenkapitaal bij conversie, is slechts in bepaalde gevallen aanwezig. (A. Th. de Lange: *Het ondernemerschap van de aandeelhouder*, Leiden 1960, blz. 16.)

XI

De beperkte toepasbaarheid van de verschillende conversietechnieken spruit voort uit restricties ten aanzien van bruikbare waarden van de componenten waaruit de conversiekoers is opgebouwd.

XII

Aan een wijziging van de omwisselingsverhouding tijdens de looptijd van de lening zijn voor de obligatiehouder geen nadelige gevolgen verbonden, indien deze wijziging niet gepaard gaat met een vergroting van het aantal in te leveren obligaties per een ongewijzigd aantal te verkrijgen aandelen.

CONVERSIETECHNIEK
BIJ CONVERTEERBARE OBLIGATIES



CONVERSIETECHNIEK BIJ CONVERTEERBARE OBLIGATIES

PROEFSCHRIFT

TER VERKRIJGING VAN DE GRAAD VAN DOCTOR
IN DE ECONOMISCHE WETENSCHAPPEN AAN DE
KATHOLIEKE ECONOMISCHE HOGESCHOOL TE
TILBURG, OP GEZAG VAN DE RECTOR MAGNI-
FICUS Dr. D. B. J. SCHOUTEN, HOOGLERAAR IN
DE ALGEMENE LEER EN GESCHIEDENIS VAN DE
ECONOMIE IN HET OPENBAAR TE VERDEDIGEN
OP DONDERDAG 29 JUNI 1961, DES NAMIDDAGS
TE 4 UUR

DOOR

KAREL ALOUISIUS MARIE BOGAERT
GEBOREN TE BREDA



H. E. STENFERT KROESE N.V. – LEIDEN

PROMOTOR: PROF. DR. C. F. SCHEFFER

*Aan mijn Vrouw
Aan mijn Ouders*

VOORWOORD

Bij het afsluiten van mijn academische studie betuig ik gaarne mijn oprechte dank aan alle hoogleraren van de Katholieke Economische Hogeschool te Tilburg, die tot mijn wetenschappelijke vorming hebben bijgedragen.

Mijn zeer bijzondere dank gaat uit naar U, hooggeleerde Scheffer, die bereid was als promotor op te treden. Ik ben mij er ten eerste van bewust dat zonder Uw steun en opbouwende critiek deze studie niet zou zijn volbracht.

Jegens het Dagelijks Bestuur van het Economisch Sociologisch Instituut te Tilburg ben ik in het bijzonder dank verschuldigd voor de mij geboden faciliteiten bij de beëindiging van mijn dissertatie.

INHOUDSOPGAVE

	blz.
INLEIDING	1
HOOFDSTUK I Probleemstelling en wijze van benadering	5
HOOFDSTUK II Behandeling in de literatuur	9
→ HOOFDSTUK III Conversietechnieken en bruikbare waarden van de componenten van de conversiekoers	15
→ HOOFDSTUK IV De toepasbaarheid van de onderscheiden conversietechnieken en variaties	23
→ HOOFDSTUK V Optredende effecten bij algehele conversie	42
→ HOOFDSTUK VI De realisering van algehele conversie	56
→ HOOFDSTUK VII Nadere verklaring van het gebruik van de verschillende conversietechnieken	63
HOOFDSTUK VIII Toetsing van de gegeven verklaring van het gebruik van de conversietechnieken	72
→ HOOFDSTUK IX Wijziging van de conversiekoers tijdens de looptijd van de lening	89
HOOFDSTUK X Enige richtlijnen voor het beleid met betrekking tot de toepassing van de verschillende conversietechnieken . .	100
BIJLAGE I Gegevens met betrekking tot de in de periode 1945-1960 in Nederland uitgegeven converteerbare obligatieleningen	108
→ BIJLAGE II De toepasbaarheid van de conversietechniek zonder toebetalings- of restitutieregeling	110
→ BIJLAGE III De toepasbaarheid van de conversietechniek met toebetalingsregeling	112
(→) BIJLAGE IV Realiseerbare toenemingen van het geplaatste aandelenkapitaal, de agio-reserve en toe- of afnemings van de liquiditeiten	116

INLEIDING

Onder converteerbare obligaties wordt in deze studie verstaan obligaties, welke op verzoek van de houder binnen een vooraf vastgestelde periode tegen een bepaalde koers kunnen worden omgewisseld in aandelen van de emitterende onderneming.

In het buitenland zijn ook andere vormen van converteerbare obligaties bekend. Zo wordt bijvoorbeeld in de Verenigde Staten van Noord-Amerika wel de vorm aangetroffen, waarbij de omwisseling betrekking heeft op obligaties met een kortere looptijd¹. Men kent daar ook de vorm, waarbij de beslissing tot de uitoefening van het omwisselingsrecht in handen van de emitterende onderneming ligt of waarbij het conversierecht slechts kan worden uitgeoefend nadat daartoe door de gezamenlijke obligatiehouders is beslist².

In Zwitserland wordt een converteerbare obligatielening aangetroffen, waarbij de obligaties kunnen worden omgewisseld in aandelen van een andere onderneming dan die welke de obligaties heeft uitgegeven³.

Aan deze vormen zal in onze beschouwingen geen aandacht worden geschonken.

Typerend voor Nederland is, dat de aandelen waarin geconverteerd wordt immer een nominale waarde hebben. In verschillende andere landen, onder meer in de Verenigde Staten van Noord-Amerika en in Groot-Brittannië is dit niet altijd zo. De daaraan verbonden gevolgen blijven in het onderstaande eveneens buiten beschouwing.

De wijze waarop de obligatiehouder zijn recht tot conversie kan

¹ P. R. Rosset: *Les titres américains, les actions sans valeur nominale, les obligations convertibles et participantes*, Lausanne 1931, blz. 106/107.

² A. S. Dewing: *The financial policy of corporations*, Vol. I, New York 1946, blz. 242.

³ Het betreft hier een door Landis & Gyr Holding A.G. te Zug in 1957 uitgegeven 3¼% converteerbare obligatielening groot Fr. 15.000.000,—, waarvan de obligaties verwisselbaar zijn in aandelen van Landis & Gyr A.G. (Aan deze constructie liggen volgens Panchaud bijzondere omstandigheden van juridische aard ten grondslag; vgl. R. F. Panchaud: A quand les émissions d'obligations convertible en Suisse? in: *Wirtschaft und Recht* 1957 no. 3, blz. 205 e.v. en Mad. J. Cornu: Formes nouvelles d'obligations, *Bulletin Scientifique de l'Institut Supérieur de Commerce de la Province de Hainaut* 1956, no's. 1-2, Chapitre IV Obligations Convertibles.)

uitoefenen wordt nauwkeurig aangegeven in de leningsvoorwaarden, welke in het algemeen in een trust-acte worden neergelegd.

De belangrijkste voorwaarden in deze trust-overeenkomst hebben betrekking op de conversiekoers, de wijze waarop deze tot stand wordt gebracht en de conversieperiode.

De conversiekoers is de koers waartegen de aandelen bij conversie aan de houders van converteerbare obligaties ter beschikking zullen worden gesteld. Deze koers wordt in procenten uitgedrukt.

De conversiekoers kan door de onderneming op verschillende wijzen worden tot stand gebracht. Deze wijzen van totstandbrenging worden aangeduid met de term conversietechnieken of conversieregelingen.

a. De conversiekoers kan zonder meer voortvloeien uit de gestelde omwisselingsverhouding tussen het aantal in te leveren obligaties en de nominale waarde daarvan enerzijds en het aantal te verkrijgen aandelen en de nominale waarde daarvan anderzijds;

b. De conversiekoers kan tot stand worden gebracht door één of meer obligaties verwisselbaar te stellen tegen één of meer aandelen onder toebetaling van een zeker bedrag in contanten of onder terugbetaling van een bepaald bedrag door de debitrice.

In beide gevallen wordt voor de afleiding van de conversiekoers uitgegaan van de nominale waarde van de obligaties.

De conversieperiode is de periode gedurende welke de obligatiehouder van zijn omwisselingsrecht gebruik kan maken. Deze periode kan gelijk zijn aan of korter worden gesteld dan de looptijd van de lening. In het laatste geval kan zij ingaan onmiddellijk na uitgifte dan wel later.

Aan de converteerbare obligatie is in de literatuur in Nederland aandacht besteed door de Stichting voor Economisch Onderzoek der Universiteit van Amsterdam, het Bedrijfseconomisch Instituut der Rijksuniversiteit te Groningen en door de auteurs Bervoets, Diepenhorst, Haccoû, J. L. Mey, van Ravestijn en Scheffer¹. In

¹ *De Nederlandse Converteerbare Obligatie*, publikatie van de Stichting voor Economisch Onderzoek, Leiden 1951, *Emissie-onderzoek*, 's-Gravenhage 1958, Mededelingen van het Bedrijfseconomisch Instituut der Rijksuniversiteit te Groningen, J. F. Haccoû: De converteerbare obligatie, in: *Tijdschrift voor Vennootschappen, Verenigingen en Stichtingen* 1959, J. L. Mey en P. M. M. H. Snel: *Theoretische bedrijfseconomie II*, 's-Gravenhage 1958, A. I. Diepenhorst: *Structuur en politiek*, Purmerend 1956, hoofdstuk 7, A. I. Diepenhorst: Een nieuwe anti-verwateringsclausule, in: *M.A.B.* 1959, H. van Ravestijn: Enkele opmerkingen over de betekenis van de converteerbare obligatie als financieringsinstrument, in: *De*

de publikaties van deze auteurs wordt aan de conversietechnieken geen of slechts zijdelings aandacht besteed. De bestudering daarvan moet naar dezerzijdse mening echter van belang worden geacht, omdat bij het gebruik van verschillende conversietechnieken, ook indien daarbij van eenzelfde conversiekoers wordt uitgegaan, bij conversie verschillen in effect optreden in de omvang en de samenstelling van het vermogen¹ van de onderneming.

In deze studie worden uitsluitend dit facet van de converteerbare obligatie en de consequenties van de toepassing der verschillende technieken aan de orde gesteld. Aan de overige voorwaarden waaronder de converteerbare obligatie wordt uitgegeven zal slechts aandacht worden besteed, voorzover dit noodzakelijk is of gewenst wordt geacht in verband met de bestudering van de conversietechnieken.

Naamlooze Vennootschap, Jrg. 31, no. 6, sept. 1953, C. F. Scheffer: De converteerbare obligatie als beleggingsobject en financieringsfiguur, in: *Economisch Kwartaloverzicht Amsterdamse Bank*, no. 129, 1960, K. W. A. Bervoets: De moderne converteerbare obligatie, in: *M.A.B.* 1955.

¹ De term vermogen wordt in deze dissertatie gebruikt in de betekenis welke daaraan door Limperg en zijn leerlingen is gegeven, te weten de in de kapitaalgoederen van de bedrijfshuishouding opgesloten liggende koopkracht.

PROBLEEMSTELLING EN WIJZE
VAN BENADERING

Zoals in de inleiding werd opgemerkt kan de conversiekoers door de onderneming op verschillende wijzen worden tot stand gebracht, te weten door het vaststellen van een omwisselingsverhouding of door het bepalen van een omwisselingsverhouding onder toebetaling of terugbetaling van een zeker bedrag in contanten.

Gegeven de conversiekoers, variëren de mogelijk te stellen omwisselingsverhoudingen afhankelijk van de gehanteerde conversietechniek. Een conversiekoers van 200 % kan bijvoorbeeld worden tot stand gebracht door twee obligaties van *f* 1.000,— verwisselbaar te stellen tegen één aandeel van *f* 1.000,—. De omwisselingsverhouding luidt dan $(2 \cdot 1000) : (1 \cdot 1000)$. Zij kan echter ook tot stand worden gebracht door een toebetalings- of restitutieregeling, in welke gevallen de bovengenoemde omwisselingsverhouding echter niet kan worden gehandhaafd, doch zou moeten worden bepaald op bijvoorbeeld $(1 \cdot 1000) : (1 \cdot 1000)$, resp. $(3 \cdot 1000) : (1 \cdot 1000)$. Dit heeft echter verschillende consequenties indien de conversie inderdaad gerealiseerd wordt. Die consequenties bestaan namelijk hierin, dat de obligatieschuld verdwijnt en dat daarvoor eigen vermogen in de plaats komt, dat ten dele bestaat uit geplaatst aandelenkapitaal en ten dele uit agio-reserve, eventueel onder gelijktijdige vermeerdering of vermindering van de liquiditeiten.

De toeneming van het totale geplaatste aandelenkapitaal is rechtstreeks afhankelijk van de omgekeerde waarde van de omwisselingsverhouding en het nominale bedrag van de lening; de toeneming van de agio-reserve is afhankelijk van het te behalen agio per uit omwisseling verkregen aandeel en de totale toeneming van het geplaatste aandelenkapitaal en wordt zodoende indirect door de gestelde omwisselingsverhouding beïnvloed. Ook de totale vermogensuitbreiding, resp. -inkrimping welke op het moment van

conversie optreedt wordt indirect door de gestelde omwisselings-verhouding bepaald, omdat het bij een gegeven conversiekoers van de gestelde omwisselingsverhouding afhangt hoe groot het bedrag aan bijstorting, resp. restitutie in contanten moet zijn.

Welke afmetingen deze verschillen in effect kunnen aannemen moge worden gedemonstreerd aan de hand van een voorbeeld, waarbij wordt uitgegaan van de in het jaar 1956 door C. van der Giesen en Zonen's Scheepswerven N.V. uitgegeven 5 % 20-jarige converteerbare obligatielening, groot $f\ 1.000.000,-$. De conversiekoers werd bij deze lening vastgesteld op 200 % en wel in dier voege, dat twee obligaties van $f\ 1.000,-$ recht gaven op één gewoon aandeel van eenzelfde nominale waarde. De desbetreffende onderneming heeft zich dus bediend van de conversietechniek waarbij de conversiekoers zonder meer voortvloeit uit de gestelde omwisselings-verhouding.

Bij het bereiken van volledige conversie zal het geplaatste aandelenkapitaal bij deze N.V. toenemen met $\frac{1.000}{2.000} \times f\ 1.000.000,-$
 $= f\ 500.000,-$. Indien de desbetreffende onderneming echter gebruik zou hebben gemaakt van de conversietechniek met bijstoringsregeling en hierbij ter bereiking van de conversiekoers ad 200 % één obligatie van $f\ 1.000,-$ onder toebetaling van $f\ 1.000,-$ in contanten verwisselbaar had gesteld in een aandeel van $f\ 1.000,-$, dan zou het geplaatste aandelenkapitaal bij volledige conversie zijn toegenomen met $\frac{1.000}{1.000} \times f\ 1.000.000,- = f\ 1.000.000,-$.

Zouden bij het gebruik van dezelfde conversietechniek vier obligaties van $f\ 1.000,-$ onder toebetaling van $f\ 2.000,-$ in contanten verwisselbaar zijn gesteld in drie aandelen van $f\ 1.000,-$, dan zou het geplaatste aandelenkapitaal bij volledige conversie zijn toegenomen met $\frac{3.000}{4.000} \times f\ 1.000.000,- = f\ 750.000,-$.

Indien de onderneming zich zou hebben bediend van de restitutieregeling en hierbij bijvoorbeeld vijf obligaties van $f\ 1.000,-$ onder restitutie van $f\ 1.000,-$ in contanten aan de obligatiehouder, verwisselbaar had gesteld in twee aandelen van $f\ 1.000,-$, dan zou de toeneming van het geplaatste aandelenkapitaal bij volledige con-

versie $\frac{2.000}{5.000} \times f 1.000.000,- = f 400.000,-$ hebben bedragen.

Voor de in het gegeven voorbeeld bedoelde gevallen bedraagt de toeneming van het agio bij algehele conversie resp. $f 500.000,-$, $f 1.000.000,-$, $f 750.000,-$ en $f 400.000,-$. 100%

De toeneming van de liquiditeiten bedraagt daarbij resp. nihil, $f 1.000.000,-$, $f 500.000,-$; de afneming van de liquiditeiten beloopt $f 200.000,-$.

In het gegeven voorbeeld werd er niet naar gestreefd om alle mogelijkheden waarop een conversiekoers van 200 % tot stand kan worden gebracht in beschouwing te nemen. Niettemin blijkt wel voldoende, dat de onderneming door middel van de keuze van een bepaalde conversietechniek invloed kan uitoefenen op de bij conversie optredende wijzigingen in de vermogensstructuur en tevens op de omvang van de bij conversie optredende vermogensuitbreiding of *-inkrimping*.

PROBLEEMSTELLING

Uit het bovenstaande kan worden afgeleid, dat de onderneming zich bij de vaststelling van de conversiekoers voor wat de te hanteren conversietechniek betreft voor een keuzevraagstuk gesteld ziet. Daarbij rijst de vraag door welke motieven de onderneming zich bij het doen van die keuze zal laten leiden.

Het ligt voor de hand te veronderstellen, dat de door de onderneming in de conversievoorwaarden op te nemen conversieregeling primair verband houdt met de doeleinden, welke zij bij algehele conversie wenst te realiseren en daarin derhalve een verklaring te zien voor het gebruik van de verschillende conversietechnieken en de oplossing van het eerder genoemde keuzevraagstuk.

WIJZE VAN BENADERING

In deze studie zal worden getracht om op basis van een uitvoerige analyse van de conversietechnieken, haar toepasbaarheid en haar effecten bij conversie, aan deze verklaring nadere inhoud te geven.

Daartoe zal, uitgaande van de eerdergenoemde conversietechnieken onder nadere beschouwing van de wijze waarop de omwisselingsverhouding daarbij tot stand kan worden gebracht en uitgaande van hanteerbare waarden van de componenten, waaruit

de conversiekoers kan zijn samengesteld, worden nagegaan bij welke conversiekoersen de verschillende conversietechnieken kunnen worden toegepast.

Vervolgens zal – uitgaande van de veronderstelling dat algehele conversie wordt bereikt – worden nagegaan welke doeleinden bij het gebruik van de verschillende conversietechnieken kunnen worden verwezenlijkt.

In een afzonderlijk hoofdstuk zullen vervolgens enige beschouwingen worden gewijd aan de vraag of algehele conversie inderdaad onder alle omstandigheden wordt beoogd resp. kan worden bereikt.

Daarna zal door confrontatie van de bovenbedoelde toepasbaarheid en de realiseerbare doeleinden bij eenzelfde conversiekoers worden getracht om conclusies te trekken met betrekking tot de beweegredenen welke leiden tot de keuze van de te bezigen conversietechniek.

De aldus benaderde beweegredenen tot het gebruik van verschillende conversietechnieken zullen vervolgens worden getoetst aan de resultaten van een ingestelde enquête naar de motieven welke hebben gegolden bij de wijze van vaststelling van conversiekoersen bij in Nederland in de periode 1945–1960 uitgegeven converteerbare obligatieleningen.

Na nog aandacht te hebben besteed aan eventuele wijziging van de conversiekoers gedurende de looptijd van lening zullen tenslotte samenvattend enige richtlijnen worden opgesteld voor het hanteren van de verschillende conversietechnieken.

BEHANDELING IN DE LITERATUUR

Tot op heden werd slechts in een drietal studies – te weten in de in de inleiding genoemde publikatie van de Stichting voor Economisch Onderzoek der Universiteit van Amsterdam¹, in het werk van de Amerikaanse auteur Pilcher 'Raising Capital with Convertible Securities' en in het in de voetnoot op blz. 3 genoemde artikel van Bervoets – uiterst summier – aandacht besteed aan het vraagstuk van de conversietechniek. Zeer in het kort zal in het onderstaande worden samengevat wat daarover werd naar voren gebracht.

De conclusies waartoe de publikatie van bovengenoemde Stichting te dien aanzien komt zijn gebaseerd op een aantal waarnemingen met betrekking tot de in Nederland in de periode 1917–1949 uitgegeven converteerbare obligaties. Zij pretenderen in het kader van het door haar verrichte onderzoek niet meer te zijn dan enkele 'kanttekeningen'. Naar een uitputtende behandeling van de verschillende conversieregelingen wordt niet gestreefd. Uitdrukkelijk wordt namelijk gesteld, dat het weinig zin heeft om in het kader van het uitgevoerde onderzoek, naast enkele voorbeelden welke worden vermeld, een alomvattend overzicht te geven van de gevonden conversietechnieken, omdat deze slechts 'van secundaire betekenis' zijn¹. Het is niet duidelijk of hiermede wordt bedoeld, dat het kiezen van een bepaalde conversietechniek als zodanig als een vraagstuk van tweede orde moet worden beschouwd of dat deze kwestie slechts van ondergeschikt belang wordt geacht voor het door de Stichting uitgevoerde onderzoek.

Uit het in het vorige hoofdstuk gegeven voorbeeld ten aanzien van het gevarieerde effect dat verbonden is aan de toepassing van verschillende technieken ter bereiking van eenzelfde conversiekoers mag voorshands worden afgeleid, dat de eerste boven gegeven inter-

¹ T.a.p. blz. 70.

pretatie van de uitspraak van de Stichting aanvechtbaar moet worden geacht. De bedoelde effecten kunnen namelijk zó ingrijpend zijn, dat de betekenis daarvan niet zonder meer naar het tweede plan mag worden verwezen.

Het heeft weinig zin om een oordeel uit te spreken over de vraag of een verdergaande analyse van de conversietechniek in het kader van het door de Stichting uitgevoerde onderzoek achterwege had mogen blijven. Volstaan moge worden met te constateren, dat zulks is geschied, zodat de nog volgende analyse als een aanvulling op vorenbedoelde studie is te beschouwen.

De Amsterdamse Stichting onderscheidt drie conversietechnieken, te weten:

a. die, waarbij de conversiekoers tot stand wordt gebracht door de gestelde omwisselingsverhouding tussen obligaties en aandelen;

b. die, waarbij voor de conversie een bepaalde verhouding van de te verwisselen stukken met een verplichting tot bijstorting van een bepaald bedrag in contanten wordt aangegeven;

c. die, waarbij beide genoemde mogelijkheden in de leningsvoorwaarden zijn opgenomen en waarbij aan de obligatiehouder de vrije keuze tot het gebruik van een van beide wordt gelaten.

De 'kanttekeningen', welke met betrekking tot deze technieken door de Stichting worden gemaakt, kunnen als volgt worden samengevat.

De verhouding zonder bijstortingsregeling acht de Stichting 'vooral relevant bij een conversiekoers, waarbij de individuele stukkenruil op niet al te grote aantallen betrekking heeft en de nominale waarden van obligaties en aandelen, waarin geconverteerd kan worden, gelijk dan wel elkaars veelvoud zijn'¹.

Met betrekking tot het gebruik van de bijbetalingsclausule wordt gesteld, dat deze het meest wordt toegepast bij lage conversiekoersen. Deze bijstorting zal hierbij noodzakelijk, in ieder geval zeer wenselijk zijn 'teneinde te voorkomen, dat per omwisseling een te groot aantal stukken tegen elkaar zou moeten worden geruild'¹. Een voordelig aspect van een dergelijke oplossing ziet de Stichting in de omstandigheid, dat door de onderneming de kosten, verbonden aan de uitgifte van aandelen bij conversie, kunnen worden gefinancierd uit de bij conversie binnenvloeiende middelen².

¹ T.a.p. blz. 70.

² T.a.p. blz. 70/71.

Een andere reden tot het gebruik van de bijbetalingsclausule is 'het bestaan van belangrijke afwijkingen tussen de nominale waarden van het aandeel en de obligatie'. Het zal hierbij 'veelal noodzakelijk zijn om via een bijstorting in contanten de omwisseling beperkt te houden tot een klein aantal stukken'¹. Tot slot wordt als een beweegreden tot het gebruik van de bijbetalingsclausule aangevoerd, de wens van de onderneming om in de toekomst tot een verdere uitbreiding van haar vermogen te komen¹.

De financiële consequenties verbonden aan het gebruik van een bepaalde conversietechniek worden door de Stichting wel gesignaleerd en met een enkel voorbeeld toegelicht², doch men is hierop niet verder ingegaan. De door haar getrokken conclusies ten aanzien van het gebruik van de verschillende conversietechnieken zijn daarom, naar het voorkomt, onvolledig, zoals uit de volgende hoofdstukken nader zal blijken.

De conversietechniek, waarbij de conversiekoers tot stand wordt gebracht door een bepaalde omwisselingsverhouding met een restitutie in contanten door de onderneming wordt door de Stichting niet vermeld. Dit houdt ongetwijfeld verband met de omstandigheid, dat deze conversietechniek niet werd toegepast bij de in de periode 1917-1949 in Nederland uitgegeven converteerbare obligatieleningen. Hoewel deze conversietechniek bij de na 1949 in Nederland uitgegeven converteerbare obligatieleningen weinig werd gebruikt achten wij het uit een oogpunt van volledigheid en omdat bij tussentijdse wijziging van de conversiekoers³ de onderneming niet zelden genoodzaakt zal zijn om tot deze techniek over te gaan⁴, niettemin gewenst om hieraan in de verdere beschouwingen aandacht te besteden.

De door de Stichting sub c. genoemde conversietechniek komt in de door ons onderzochte periode niet voor. Daaraan zal ook verder geen aandacht worden besteed, omdat bij de toepassing van deze techniek de onderneming in het onzekere verkeert met betrekking tot de te bereiken mutaties in de vermogensstructuur en de omvang daarvan, zodat de door ons te geven verklaring welke

¹ T.a.p. blz. 71.

² Zie blz. 71 voorbeeld 3¼% obligatielening R. S. Stokvis en Zonen 1949.

³ Zie hoofdstuk IX.

⁴ Dit deed zich onder meer voor bij de 4% converteerbare obligatielening ten laste van de N.V. Indola, uitgegeven in 1956.

juist gebaseerd is op ten deze te realiseren doelstellingen, hierop ook niet van toepassing zou kunnen zijn.

De Amerikaanse auteur Pilcher behandelt uitsluitend de conversieregeling met bijstorting in contanten. In de Amerikaanse literatuur wordt deze conversietechniek in het algemeen aangeduid met de term 'par-plus-cash conversion price' of 'plus-cash conversion privilege'¹.

Pilcher baseert zijn uitspraken hierover op waarnemingen, welke de in de periode 1933-1952 in de Verenigde Staten van Noord-Amerika uitgegeven converteerbare obligaties betreffen. Volgens deze auteur kunnen aan de keuze van de bijbetalingsregeling verschillende beweegredenen ten grondslag liggen. Als op de voorgrond tredend motief noemt hij de bij het bereiken van conversie optredende vermogensuitbreiding. 'The most obvious advantage to the issuing corporation is that it received additional funds at the time of conversion.'²

Als sprekend voorbeeld wordt hier door Pilcher genoemd de American Telephone and Telegraph '... this corporation marketed approximately \$ 2.614 billion of convertible debentures between 1946 and 1953. If each of these issues had been converted at the initial conversion terms, \$ 988.4 million of additional cash would have flowed into Telephone's coffers'³.

Voorts wijst hij erop, dat de toevloeiing van liquiditeiten bij het bereiken van conversie door de ondernemer gewenst kan worden geacht in verband met de aflossing van lopende obligatieleningen. Pilcher besteedt slechts zeer ten dele aandacht aan mogelijke beweegredenen, welke in verband staan met de toekomstige vermogensstructuur van de onderneming.

'While this type of contract has been successfully to raise additional cash an appraisal of it raises some questions as to how widely

¹ T.a.p. blz. 34.

² T.a.p. blz. 35/36.

³ In de *Maasbode* van 20-2-1959 wordt met betrekking tot de emissie van 20-jarige in gewone aandelen converteerbare 'subordinated' obligaties ten laste van de K.L.M. opgemerkt: 'In Nederland treft men in de regel de bepaling, dat bij conversie een bepaald bedrag in contanten moet worden bijbetaald. In Amerika is het de gewoonte, dat het agio, dat boven pari bij conversie moet worden betaald, geheel verwerkt wordt in het bedrag aan converteerbare obligaties, dat men moet inleveren ter verwisseling in aandelen.' Deze mededeling is dus niet geheel in overeenstemming met de feiten.

it should be used.' 'It is basic to point out that the corporation, to justify use of this type of conversion privilege, must foresee an economic use of the *additional* funds should they be forthcoming.' 'In a somewhat different situation is the company which, while not expanding, could well utilize *additional* common capital to reduce the senior indebtedness which management feels is undesirable'¹.

Ook Pilcher blijkt derhalve niet volledig te zijn. Opgemerkt dient echter te worden, dat de verhoudingen in de Verenigde Staten anders liggen dan in Nederland als gevolg van de omstandigheid dat aldaar zowel de uitgegeven converteerbare obligaties als de aandelen, waarin deze verwisselbaar zijn veelal een lage nominale waarde hebben, zodat de techniek zonder toe- of terugbetaling daardoor in praktisch alle gevallen kan worden gebruikt. Aangezien Pilcher, zoals uit het voorafgaande is gebleken, in het bijzonder waarde toekent aan de vermogensuitbreiding bij conversie, heeft hij waarschijnlijk minder aanleiding gezien om ook de techniek zonder toebetaling te behandelen.

Bervoets² heeft de keuze van de conversietechniek rechtstreeks in verband gebracht met de aan het gebruik hiervan uiteenlopende financiële consequenties. Deze schrijver maakt onderscheid tussen drie wijzen om het niveau van de conversiekoers tot stand te brengen, nl. het doorvoeren van de conversie in aandelen met gesloten beurzen, met toebetaling en met terugbetaling van gelden en wijst op de uiteenlopende resultaten daarvan.

'Voor de naamloze vennootschap kan de keuze van de conversie (schrijver bedoelt hier kennelijk: de conversietechniek) van groot belang zijn'³. Bervoets ziet vooral nut in het gebruik van de conversietechniek met bijstortingsregeling, 'wanneer het financieringsproject, waarvoor de converteerbare obligatielening was aange trokken, aanvullende middelen behoeft'³. Met de conversieregeling met gesloten beurzen beoogt de onderneming, naar zijn mening, slechts het bedingen van een beter agio dan mogelijk zou zijn geweest bij een rechtstreekse aandelenemissie.

Bervoets is van mening, dat de conversieregeling met terugbe-

¹ T.a.p. blz. 35/36.

² K. W. A. Bervoets: De moderne converteerbare obligatie, in: *M.A.B.*, Jrg. 29, no. 4, blz. 164.

³ T.a.p. blz. 164.

talingsclausule niet dikwijls benut zal worden. 'Er moet bij de N.V. een overtolligheid aan liquiditeiten aanwezig zijn om deze wijze te volgen'¹.

Bervoets' opstel blijkt derhalve vollediger te zijn dan de beide eerder genoemde publicaties. Een verdere uitwerking van de door hem gesignaleerde problematiek lag echter niet in de opzet van zijn artikel. De dezerzijds te geven beschouwingen kunnen derhalve ook als verdere uitwerking van en aanvulling op Bervoets' publicatie worden gezien.

¹ T.a.p. blz. 164.

CONVERSIETECHNIEKEN EN BRUIKBARE
WAARDEN VAN DE COMPONENTEN
VAN DE CONVERSIEKOERS

De componenten waaruit de conversiekoers kan zijn samengesteld betreffen:

- a.* de nominale waarde van de obligaties (*B*)
- b.* de nominale waarde van de aandelen (*S*)
- c.* het aantal obligaties benodigd bij conversie, nader aan te duiden als de conversiecoëfficiënt *a*
- d.* het aantal aandelen dat bij conversie wordt verkregen, nader aan te duiden als de conversiecoëfficiënt *β*
- e.* het bedrag aan bijstorting, resp. restitutie in contanten per obligatie (*C*, resp. — *C*).

Als de conversiekoers, uitgedrukt in procenten van de nominale waarde van de aandelen, wordt weergegeven door *p*, kan het verband tussen de bovengenoemde componenten in de volgende algemene formule worden weergegeven:

$$p = 100 \frac{a(B + C)}{\beta S}$$

Alle componenten in deze formule hebben een positieve waarde, met uitzondering van de component *C*, welke gelijk kan zijn aan nul, dan wel een positieve of een negatieve waarde kan hebben. Afhankelijk van de waarde van *C* kunnen drie conversietechnieken worden onderscheiden, te weten:

1. de conversietechniek, waarbij de conversiekoers wordt tot stand gebracht door de omwisselingsverhouding zonder meer;
2. de conversietechniek, waarbij de conversiekoers wordt tot stand gebracht door de omwisselingsverhouding en een zekere bijstorting in contanten;
3. de conversietechniek, waarbij de conversiekoers wordt tot stand gebracht door de omwisselingsverhouding en een zekere restitutie in contanten.

Ter nadere indicatie zal het symbool p bij de sub 1 t/m 3 onderscheiden technieken verder van onderindices 1, 2 en 3 worden voorzien.

Theoretisch beschouwd is geen der genoemde componenten aan een bepaalde grootte gebonden en zou de onderneming bij een gelijke conversiekoers elk van de onderscheiden conversietechnieken naar eigen keuze kunnen gebruiken.

Aannemende, dat de gewenste conversiekoers voor de onderneming 150 % zou zijn, zou deze bijvoorbeeld kunnen worden tot stand gebracht door één obligatie van f 90,— onder bijstorting van f 90,—, verwisselbaar te stellen in drie aandelen van f 40,— of bijvoorbeeld door zes obligaties van f 55,— onder restitutie van f 75,— verwisselbaar te stellen in twee aandelen van f 85,— of door acht en zestig obligaties van f 230,— onder bijbetaling van f 15.860,—, verwisselbaar te stellen in zeven aandelen van f 3.000,— enz.

Onmiddellijk dient hierbij te worden aangetekend, dat de genoemde coupures van obligaties en aandelen in Nederland ongebruikelijk zijn. Het aantal gangbare coupures is beperkt en daaruit vloeit voort, dat de in theorie gestelde onbepaaldheid van de componenten praktisch begrensd is en dat alleen daardoor reeds de toepasbaarheid van de technieken begrensd en de keuzemogelijkheid beperkt is.

De toepasbaarheid van de conversietechnieken blijkt echter niet alleen beperkt te zijn als gevolg van restricties, welke voortspruiten uit de coupures waarin obligaties en aandelen gemeenlijk voorkomen, doch ook als gevolg van restricties met betrekking tot het aantal bij de uitoefening van het conversierecht benodigde obligaties en de bijstortings- en restitutiebedragen, welke op een bepaald niveau niet of minder bruikbaar blijken te zijn.

Indien de onderneming bijvoorbeeld een conversiekoers van 355 % tot stand zou brengen door vijftien obligaties van f 1.000,— onder bijstorting van f 34.700,— verwisselbaar te stellen in veertien aandelen van f 1.000,—, is het wel duidelijk, dat het conversierecht door haar op een zodanig onaantrekkelijke wijze aan de belegger wordt gepresenteerd, dat mag worden betwijfeld of er van de zijde van de belegger nog enige interesse voor een dergelijke lening zou bestaan. De belegger wordt immers niet alleen verplicht om een bedrag van minstens f 15.000,— in obligaties van één onderneming

te beleggen (hierbij nemen wij dus aan, dat de uitgifte à pari geschiedt), doch bovendien dient deze op het moment dat hij van zijn omwisselingsrecht gebruik wenst te maken te beschikken over een bedrag aan liquide middelen van f 34.700,—. Het moment van effectieve conversie kan niet ex-ante worden bepaald en is dus onzeker. Dit betekent, dat de belegger dus liquiditeiten moet aanhouden om aan de stortingsplicht op een onzeker moment te voldoen, dan wel te zijner tijd andere beleggingsobjecten ter hoogte van het genoemde bedrag zal moeten liquideren, hetgeen met verlies gepaard kan gaan.

Er zal dus rekening mede moeten worden gehouden, dat van de vaststelling van een relatief hoge conversiecoëfficiënt a en een relatief groot bedrag aan bijstorting in het algemeen een nadelig effect zal uitgaan op de plaatsingsmogelijkheid van de lening, alsmede op de verhandelbaarheid van de obligaties. Dit leidt ertoe, dat deze verhoudingen op een gegeven moment prohibitief zullen zijn voor de uitgifte van converteerbare obligaties.

Samenvattend kan worden gesteld, dat de praktische toepasbaarheid van de verschillende conversietechnieken beperkt moet worden geacht als gevolg van:

- a.* restricties welke voortspruiten uit de coupures waarin obligaties en aandelen gemeenlijk voorkomen;
- b.* restricties met betrekking tot het aantal bij de uitoefening van het conversierecht benodigde obligaties;
- c.* restricties ten aanzien van de bijstortingen en terugbetalingen welke op een bepaald niveau niet bruikbaar blijken te zijn.

Ad a. Ten aanzien van de nominale waarde van de aandelen mag worden aangenomen, dat de onderneming zich bij de vaststelling van de coupures van haar aandelen in het algemeen zal aansluiten bij hetgeen algemeen gebruikelijk is. Slechts als gevolg van in het verleden plaats gehad hebbende afstempelingen zullen in haar statuten afwijkende coupures worden genoemd. Bij de keuze van de coupures van de converteerbare obligaties zal de onderneming zich terwille van de verhandelbaarheid aanpassen aan de usances.

Aan de hand van de officiële prijscourant van de Vereeniging voor den Effectenhandel te Amsterdam per 11 april 1960 blijkt, dat obligaties het meest voorkomen in coupures van f 1.000,— en f 500,— te weten resp. met een spreiding van 74% en 16%.



In de sector aandelen worden vooral coupures van f 1.000,—, f 500,— en f 100,— aangetroffen, resp. met een spreiding van 44 %, 13 % en 22 %. Het komt ons verantwoord voor om aan de componenten B en S bij verdere analyse slechts bovengestelde substitutiewaarden toe te kennen.

Ad b. Het is aanzienlijk moeilijker om een norm vast te stellen voor een hanteerbaar maximum ten aanzien van het aantal bij de uitoefening van het conversierecht benodigde obligaties. Er zijn enige redenen aanwijsbaar, waarom de onderneming er in het algemeen naar zal streven om het aantal obligaties, benodigd bij de uitoefening van het conversierecht, zo laag mogelijk te houden. Zij zal dit voornamelijk doen met het oogmerk om hiermede de plaatsingsmogelijkheid van de lening en de verhandelbaarheid van de obligaties te bevorderen.

De vaststelling van een relatief hoge conversiecoëfficiënt α betekent immers in vele gevallen – vooral wanneer de obligaties in grote coupures worden uitgegeven – dat de belegger voor een groot bedrag zal moeten inschrijven op de lening, hetgeen als een bezwaar zal worden aangevoeld. Bovendien zal de belegger, indien de onderneming gebruik maakt van de conversietechniek met bijstortingsregeling bij een hoge conversiecoëfficiënt α in het algemeen een groot bedrag aan liquiditeiten beschikbaar moeten hebben of in liquide vorm moeten brengen om te zijner tijd van zijn omwisselingsrecht gebruik te kunnen maken¹.

Zoals zoëven werd opgemerkt, zal het bezwaar tegen de vaststelling van een hoge conversiecoëfficiënt α vooral dan relevant zijn als de lening in grote obligatiecoupures wordt uitgegeven, zodat mag worden aangenomen, dat de hoogte van de conversiecoëfficiënt α functioneel verbonden is met de nominale waarde van de obligaties en wel zodanig, dat deze kleiner zal zijn naarmate de nominale waarde van de obligaties groter is.

De vraag doet zich echter voor of het mogelijk is om een bovenste grens van de conversiecoëfficiënt α bij de verschillende obligatiecoupures aan te geven, in die zin dat daarboven de omwisselingsverhouding moeilijk hanteerbaar wordt.

Een aanwijzing voor de vaststelling van een bovenste grens kan worden gevonden in datgene wat met betrekking tot de hoogte

¹ Vergelijk de gemaakte opmerking op blz. 17.

van α kan worden waargenomen bij de converteerbare obligatieleningen welke in Nederland in de periode 1945–1960 werden uitgegeven. Uit gegevens welke hieromtrent worden vermeld in bijlage I kan worden afgeleid, dat het aantal bij conversie benodigde obligaties in de genoemde periode in 51 van de 54 gevallen werd bepaald op 1, 2 of 3. In 45 dezer gevallen hadden de obligaties een nominale waarde van f 1.000,—; bij de overige was deze kleiner dan f 1.000,—.

De hoogst waargenomen conversiecoëfficiënt α bij een nominale waarde van de obligaties van f 1.000,— bedroeg in de genoemde periode 5 en deze komt slechts twee maal voor. Alleen bij de $5\frac{1}{4}\%$ converteerbare obligatielening ten laste van Grand Hotel Krasnapolsky 1958 werd het aantal bij conversie benodigde obligaties vastgesteld op 8. Deze lening werd evenwel uitgegeven in coupures van f 100,—. Hierin zou een voorbeeld kunnen worden gezien van het veronderstelde functionele verband tussen de nominale waarde van de obligaties en de hoogte van de conversiecoëfficiënt α , waarop in het bovenstaande werd gewezen.

Op grond van het waargenomene zal in de analyse worden uitgegaan van een maximale hoogte van de conversiecoëfficiënt α van 5 bij een nominale waarde van de obligaties van f 1.000,—. Voor obligaties met een nominale waarde van f 500,— zal de maximale grootte van α worden afgeleid uit deze basisnorm. Zij zal dan worden verondersteld maximaal 10 te zijn.

De aangelegde grenzen dragen uiteraard een arbitrair karakter en mogen zeker niet te absoluut worden gezien. Het blijft uiteraard denkbaar, dat het aantal obligaties zelfs bij coupures van f 1.000,— ooit hoger zal worden bepaald dan het door ons veronderstelde maximum van 5.

De bepaling van de onderste grens van de conversiecoëfficiënt α geeft weinig moeilijkheden. Deze is gelijk aan één.

Ad c. Ook de vaststelling van een norm voor de *maximale* bijstorting moet op arbitraire wijze geschieden. Aangenomen mag worden dat de aantrekkelijkheid van de converteerbare obligatie voor de belegger zeker niet wordt verhoogd als het bedrag aan bijstorting in contanten per obligatie relatief hoog wordt bepaald.

Als maximale grens zouden wij willen aanmerken de bijstorting, welke gelijk is aan de nominale waarde van de obligaties.

Aangenomen mag worden, dat ook de onderneming bij het gebruik van de conversietechniek met bijstortingsregeling veelal het bedrag aan bijstorting in contanten bij voorkeur niet hoger zal willen stellen dan de nominale waarde van de obligaties.

Deze mening vindt steun in datgene wat ten aanzien van het bedrag der bijstorting kan worden waargenomen bij de converteerbare obligatieleningen, welke in de periode 1945–1960 in Nederland werden uitgegeven en waarbij de conversietechniek met bijstortingsregeling werd toegepast. Uit de gegevens van bijlage I kan worden afgelezen, dat in slechts 2 van de 43 gevallen waarin van de bijstortingsregeling gebruik werd gemaakt, het bedrag der bijstorting in contanten per obligatie hoger dan de nominale waarde van de obligaties werd gesteld.

Ten aanzien van het bedrag aan restitutie in contanten kan worden opgemerkt, dat dit bedrag per obligatie nimmer gelijk aan noch groter dan, de nominale waarde van de obligatie kan zijn; dit zou er namelijk toe leiden, dat de conversiekoers gelijk aan nul resp. negatief zou worden. Het bedrag aan restitutie in contanten per obligatie is dus steeds groter dan nul en kleiner dan de nominale waarde van de obligaties en kan derhalve in principe tussen deze grenzen worden bepaald. Zoals in hoofdstuk V nader zal worden verklaard, zal o.i. deze restitutie per obligatie nooit meer kunnen belopen dan 25 % van de nominale waarde (zie blz. 54).

Op grond van het bovenstaande zal bij de verdere analyse worden uitgegaan:

a. van nominale waarden van de obligaties van f 1.000,— en f 500,—;

b. van nominale waarden van de aandelen van f 1.000,—, f 500,— en f 100,—;

c. van maximaal 5 en minimaal 1 in te leveren obligatie(s) bij obligatiecoupures van f 1.000,—;

d. van een bijstorting van maximaal f 1.000,— bij obligatiecoupures van f 1.000,—.

Indien de sub a t/m d genoemde waarden in de gegeven algemene formule worden gesubstitueerd, kunnen de verschillende conversiekoersen, waarbij een bepaalde conversietechniek praktisch kan worden toegepast, nauwkeurig worden vastgesteld.

Daartoe zullen de nodige berekeningen worden uitgevoerd. Deze

berekeningen zullen overigens beperkt blijven tot conversiekoersen tussen 100 % en 500 %. Ook deze grens heeft een arbitrair karakter. In de door ons onderzochte periode kwam in Nederland geen conversiekoers voor hoger dan 460 % (zie bijlage I).

Dit betekent overigens niet, dat in de toekomst geen hogere conversiekoersen zouden kunnen worden bepaald. Dit zou zich bijvoorbeeld kunnen voordoen als bij een voortschrijdende gunstige koersontwikkeling, door ondernemingen met hooggenoteerde fondsen zou worden overgegaan tot de uitgifte van converteerbare obligaties.

Het gekozen maximum mag echter, naar dezerzijdse mening, toereikend worden geacht om de conclusies waartoe de berekeningen zullen leiden, bruikbaar te doen zijn. Hiermede wordt zeker niet bedoeld – en hierop moge nogmaals met klem worden gewezen – dat hogere conversiekoersen dan 500 % voor onmogelijk moeten worden gehouden.

De begrenzing naar beneden op 100 % is gebaseerd op wettelijke voorschriften, waarbij de vaststelling van een emissiekoers van aandelen beneden pari is verboden.

Tot nog toe bleef de component β in de eerderevermelde formule onbesproken. De reden hiervan is dat er geen aanwijsbare restricties gelden ten aanzien van het aantal aandelen dat bij conversie zal worden verkregen, anders dan door de vaststelling van de overige componenten. Dit volgt zonder meer uit de met betrekking tot de conversiekoers gegeven formule:

$$p = 100 \frac{a(B + C)}{\beta S}$$

zodat

$$\beta = 100 \frac{a(B + C)}{pS}$$

Het maximale aantal aandelen dat bij conversie kan worden verkregen is dus afhankelijk van de minimale en maximale hoogte van de conversiekoers, welke op resp. 100 % en 500 % werd verondersteld, de nominale waarde van de obligaties en aandelen, het aantal bij conversie benodigde obligaties en de grootte van het bedrag aan bijstorting of restitutie.

De minimale hoogte van de conversiecoëfficiënt β is gelijk aan één, omdat het niet mogelijk is een gedeelte van de nominale

waarde van het aandeel door uitoefening van het conversierecht te verkrijgen.

Uit het voorafgaande kan worden afgeleid, dat iedere conversiekoers geheel of voor een belangrijk deel wordt bepaald door de omwisselingsverhouding. Van deze verhouding hangt het voorts primair af, welke effecten er bij conversie optreden.

Ter verfijning van het inzicht is het daarom gewenst om binnen het raam van de onderscheiden conversietechnieken een onderscheid te maken naar de verschillende wijzen waarop de omwisselingsverhouding kan worden vastgesteld. Indien deze worden aangeduid met de term 'variatie', kunnen de volgende variaties worden onderscheiden:

a. de verhouding tussen het aantal en de nominale waarden van obligaties en aandelen wordt zodanig vastgesteld dat deze gelijk is aan één. In de gegeven algemene formule is aB derhalve gelijk aan βS .

b. de nominale waarden van de obligaties en de aandelen worden aan elkaar gelijk gesteld. In de gegeven algemene formule is B derhalve gelijk aan S .

c. de conversiecoëfficiënten worden aan elkaar gelijk gesteld. In de gegeven formule is a derhalve gelijk aan β .

d. de omwisselingsverhouding wordt zodanig vastgesteld, dat deze groter of kleiner is dan één bij een ongelijke grootte van de conversiecoëfficiënten en van de nominale waarden van obligaties en aandelen. In de gegeven formule is aB derhalve niet gelijk aan βS .

Het is duidelijk dat de verschillende combinaties tussen de componenten leiden tot verschillen in toepasbaarheid en eveneens tot verschillen in effect bij conversie.

Bij verdere analyse zullen de bovengenoemde variaties in volgorde van de gegeven opsomming worden aangeduid als variatie *a*, *b*, *c* en *d* van de conversietechnieken 1, 2 en 3.

In de eerderevermelde formule zal p ter nadere indicatie worden voorzien van de bovenindices *a*, *b*, *c* en *d*.

HOOFDSTUK IV

DE TOEPASBAARHEID VAN DE ONDERSCHEIDEN CONVERSIETECHNIKEN EN VARIATIES

In het onderstaande zal uitgaande van de in hoofdstuk III genoemde bruikbare waarden van de componenten waaruit de conversiekoers is opgebouwd, worden vastgesteld bij welke conversiekoersen de onderscheiden conversietechnieken en variaties kunnen worden toegepast. Aan deze berekeningen ligt de op blz. 15 genoemde formule ten grondslag.

1. DE CONVERSIETECHNIEK ZONDER TOEBETALINGS- OF RESTITUTIEREGELING

Variatie a

Als de onderneming de omwisselingsverhouding bij het gebruik van deze conversietechniek zodanig bepaald dat deze gelijk is aan één, zal deze techniek slechts kunnen worden toegepast bij een conversiekoers van 100 %¹. Aan variatie a van deze conversietechniek mag derhalve geen praktische betekenis worden toegekend.

Variatie b

Variatie b van deze conversietechniek kan alleen worden toegepast als de omstandigheden zó zijn, dat de nominale waarde der uit te geven obligaties gelijk kan worden gesteld aan de statutair vastgestelde aandelencoupures.

Komen de laatste overeen met de algemeen gangbare aandelencoupures dan kan onder de gestelde uitgangspunten aan de hand van de formule ${}^b p_1 = 100 \frac{a}{\beta}$ worden berekend dat deze variatie

¹ ${}^a p_1 = 100 \frac{aB}{\beta S} = 100 \times 1 = 100$

slechts kan worden toegepast bij de in tabel I genoemde 8 conversiekoersen indien obligatiecoupures van f 1.000,— worden gehanteerd. Indien obligatiecoupures van f 500,— worden gebruikt kan deze variatie bij 17 conversiekoersen worden toegepast, welke eveneens in tabel I zijn vermeld. Ten overvloed zijn de gegevens van tabel I nog eens in bijlage II in matrix-vorm samengevoegd.

Tabel I. *Conversiekoersen, waarbij variatie b van de conversietechniek zonder toebetalings- of restitutieregeling kan worden toegepast*

Bij gelijke nominale waarde van obligaties en aandelen van f 1.000,—	100, 125, 150, 200, 250, 300, 400, 500 %
Bij gelijke nominale waarde van obligaties en aandelen van f 500,—	100, 112½, 120, 125, 140, 150, 160, 175, 180, 200, 225, 250, 300, 350, 400, 450, 500 %

Variatie c

De begrensde toepasbaarheid van de conversietechniek zonder toebetalings- of restitutieregeling spruit voort uit de aangelegde beperkingen ten aanzien van het gebruik van de verschillende coupures van obligaties en aandelen. Voor wat de nominale waarden van de converteerbare obligaties betreft, dient hierbij dus te worden uitgegaan van coupures van f 1.000,— en f 500,—. Wanneer voorts van de op bladzijde 20 vermelde usantiële aandelencoupures van f 1.000,—, f 500,— en f 100,— wordt uitgegaan, dient daarbij in het oog gehouden te worden, dat de onderneming bij de keuze van de nominale waarde van de aandelen — zoals eerder werd opgemerkt — in eerste aanleg gebonden is aan statutaire bepalingen betreffende de nominale waarde harer aandelen¹.

¹ Volledigheidshalve zij opgemerkt, dat de vennootschap uiteraard in verband met door conversie te verkrijgen aandelencoupures tot statutenwijziging kan overgaan. Een voorbeeld hiervan vinden wij bij de N.V. Stoomspinnerij 'Twenthe', welke in haar prospectus met betrekking tot de 5 % converteerbare obligatie dd. 9 december 1959 een statutenwijziging aankondigde, waarbij o.m. werd voorgesteld aandelen van f 100,— in te voeren met het oog op het feit, dat de conversiekoers ad 185 % als volgt werd vastgesteld: nominaal f 1.000,— obligaties onder bijbetaling van f 110,— geven recht op één aandeel van nominaal f 500,— en één aandeel van nominaal f 100,—. Tot dan toe kende men bij deze N.V. alleen aandelen van f 500,—.

Door substitutie in de formule $p_1 = 100 \frac{B}{S}$ van bovengenoemde usantiële nominale waarden van obligaties en aandelen, wordt duidelijk, dat deze variatie slechts kan worden toegepast bij een conversiekoers van resp. 200 % en 500 %.

Variatie d

Als de onderneming de omwisselingsverhouding zodanig vaststelt, dat deze groter of kleiner is dan één bij een ongelijke grootte van de conversiecoëfficiënten en van de nominale waarde van obligaties en aandelen, behoeft in tegenstelling tot het gebruik van de in het voorgaande genoemde variaties, het maximale aantal aandelen dat bij verwisseling kan worden verkregen *niet* gelijk te zijn aan het aantal obligaties benodigd bij de uitoefening van het conversie-recht. Alvorens te kunnen vaststellen, bij welke conversiekoersen deze variatie kan worden toegepast zal dus eerst de maximale hoogte van de conversiecoëfficiënt β moeten worden berekend.

Uit de met betrekking tot de conversiecoëfficiënt β gegeven formule

$$\beta = 100 \frac{aB}{pS}$$

volgt, dat β haar maximumgrens bereikt bij een maximale hoogte van aB en een minimale hoogte van p ($p_{min.} = 100\%$) en S , zodat geldt:

$$\beta_{max.} = \frac{100(aB)_{max.}}{p_{min.} \cdot S_{min.}}$$

Door substitutie kan met behulp van de eerder vermelde maximale hoogten van de conversiecoëfficiënt a en de verschillende nominale waarden van obligaties en aandelen worden berekend, welke maximale hoogte β daarbij kan hebben, hetgeen is geschied in onderstaande tabel.

Tabel 2. Maximale hoogten van de conversiecoëfficiënt β bij toepassing van variatie d van de conversietechniek zonder toebetalings- of restitutieregeling

obligatiecoupures	1.000			500		
aandelencoupures	1.000	500	100	1.000	500	100
$a_{max.}$	5	5	5	10	10	10
$\beta_{max.}$	5	10	50	5	10	50

Het blijkt, dat de conversiecoëfficiënt β bij het gebruik van variatie d van de onderhavige techniek aanzienlijk hoger kan worden bepaald dan de conversiecoëfficiënt α . Toch moet worden betwijfeld of deze vaak zo hoog zal worden vastgesteld als in bovenstaande tabel is aangegeven. Bij de berekeningen werd immers uitgegaan van een minimale conversiekoers van 100 %. Deze conversiekoers komt in Nederland niet voor. Bij een hogere conversiekoers neemt β af. Voorts werd om eerder gestelde redenen bij de berekeningen uitgegaan van een maximale hoogte van de conversiecoëfficiënt α bij de verschillende nominale waarden van de converteerbare obligaties en van een minimale nominale waarde van de aandelen. In hoofdstuk III werd erop gewezen, dat de onderneming er in het algemeen naar zal streven om de conversiecoëfficiënt α zo laag mogelijk vast te stellen. Derhalve mag worden aangenomen, dat een onderneming een conversiekoers van bijv. 200 % niet tot stand zal brengen door de omwisselingsverhouding te bepalen op $\frac{5 \times 1.000}{25 \times 100}$

doch door deze te stellen op $\frac{1 \times 1.000}{5 \times 100}$, zulks met het oog op het aantrekkelijker karakter, dat de converteerbare obligatie hierdoor voor de belegger krijgt.

Een soortgelijke gedragslijn mag van de onderneming worden verwacht bij de keuze van de coupure der obligaties als het verschil in nominale waarde tussen obligaties en aandelen relatief groot is. De onderneming zal haar keuze dan veelal bepalen tot een coupure van de obligaties, welke zo dicht mogelijk bij die van de aandelen ligt, als gevolg waarvan de conversiecoëfficiënt β in het algemeen beneden het vastgestelde maximum komt te liggen.

De juistheid van het gekozen uitgangspunt bij de berekening van de maxima van de conversiecoëfficiënt β wordt door deze voorbeelden echter geenszins aangetast. De volledigheid eist, dat bij een vaststelling van deze maxima wordt uitgegaan van de verschillende maximale hoogten van αB , alsmede van de verschillende hoogten van p en S .

Uitgaande van de door ons als usantieel aangemerkte coupures van obligaties en aandelen in zoverre deze niet aan elkaar gelijk zijn, kan met behulp van de thans bekende minimale en maximale hoogten van de conversiecoëfficiënten worden vastgesteld bij welke

conversiekoersen variatie d van de conversietechniek zonder bijstortingsregeling kan worden gebruikt. De hoogten van deze conversiekoersen worden in tabel 3 vermeld¹.

Tabel 3. *Conversiekoersen, waarbij variatie d van de conversietechniek zonder toebetalings- of restitutieregeling kan worden toegepast*

$B = 1.000$ $S = 500$ $a_{max.} = 5$ $\beta_{max.} = 10$	$B = 1.000$ $S = 100$ $a_{max.} = 5$ $\beta_{max.} = 50$	$B = 500$ $S = 100$ $a_{max.} = 10$ $\beta_{max.} = 50$	$B = 500$ $S = 1.000$ $a_{max.} = 10$ $\beta_{max.} = 5$
100	100	100	100
120	120	120	112½
125	125	125	125
150	150	140	150
160	156¼	150	175
250	160	160	200
300	187½	175	225
400	200	180	250
500	250	187½	300
	300	200	350
	312½	225	400
	400	250	450
	500	300	500
		312½	
		350	
		375	
		400	
		437½	
		450	

De gegevens zijn ontleend aan de matrices welke terug te vinden zijn in bijlage II.

Uit tabel 3 blijkt, dat ook variatie d van de conversietechniek zonder toebetalings- of restitutieregeling, niet bij elke conversiekoers kan worden toegepast.

Voorts kan hieruit worden afgeleid, dat de toepasbaarheid van de onderhavige variatie in het algemeen beperkter wordt, naarmate

¹ Deze koersen zijn slechts berekend tot in zodanige fracties van procenten als ook bij de officiële noteringen worden gebruikt. Wij kennen slechts één enkel voorbeeld, waarbij een conversiekoers op een hiervan afwijkende wijze werd bepaald, t.w. met betrekking tot de 5% converteerbare obligaties Lindeteves-Jacobson N.V. (prospectus, d.d. 26 februari 1960). De conversiekoers beliep hierbij 166⅔%. Naar het voorkomt moet dit als een uitzonderlijk en van de usances afwijkende koers worden aangemerkt.

de nominale waarde van de aandelen hoger is. Het gebruik van deze variatie blijkt derhalve voor een groot deel te worden bepaald door de mogelijkheden, welke de onderneming bij de keuze van de nominale waarde van de aandelen openstaan. Indien men met het oog hierop tot wijziging van de statuten wenst over te gaan, komen deze mogelijkheden in sterke mate worden vergroot (zie noot 1 op blz. 24).

Samenvattend kan met betrekking tot de conversietechniek zonder toebetalings- of restitutieregeling worden gesteld, dat deze techniek zich op zeer beperkte schaal leent voor praktische toepassing.

Een algemeen samenvattend overzicht met betrekking tot de mogelijkheden daarvan wordt gegeven in tabel 4. In deze tabel

Tabel 4. *Overzichtstabel met betrekking tot conversiekoersen waarbij de conversietechniek zonder toebetalings- of restitutieregeling kan worden toegepast*

conversie- koers	variatie a	variatie b	variatie c	variatie d
100	+	+	+ ¹	+
112 1/2		+ ²		+ ¹
120		+ ²		+ ^{2, 3}
125		+		+
140		+ ²		+ ³
150		+		+
160		+ ²		+ ^{2, 3}
175		+ ²		+ ^{1, 3}
180		+ ²		+ ³
187 1/2				+ ³
200		+		+ ^{1, 3}
225		+ ²		+ ^{1, 3}
250		+		+
300		+		+
312 1/2				+ ³
350		+ ²		+ ^{1, 3}
375				+ ³
400		+		+
437 1/2				+ ³
450		+ ²		+ ^{1, 3}
500		+	+	+

¹ Alleen toepasbaar bij aandelencoupures van f 1.000,—

² Alleen toepasbaar bij aandelencoupures van f 500,—

³ Alleen toepasbaar bij aandelencoupures van f 100,—

geeft het plusteken aan, bij welke variatie de in de uiterst linkse kolom vermelde conversiekoersen kunnen worden toegepast.

Uit de gegevens van deze tabel kan worden afgeleid dat de onderhavige conversietechniek nagenoeg uitsluitend toepasbaar is als de onderneming de nominale waarde van de obligaties gelijk stelt aan de statutair vastgestelde aandelencoupures (variatie b) of als de onderneming bij een hiervan afwijkende nominale waarde der obligaties, de conversiecoëfficiënten ongelijk bepaalt (variatie d). Voorts blijkt dat variatie b in vele gevallen slechts kan worden toegepast als de statutair vastgestelde aandelencoupures f 500,— bedragen. Variatie d blijkt in vele gevallen slechts te kunnen worden toegepast als de statutair vastgestelde aandelencoupures f 100,— bedragen.

2. DE CONVERSIETECHNIEK MET TOEBETALINGSREGELING

Bij toepassing van deze conversietechniek wordt de conversiekoers niet alleen tot stand gebracht door de omwisselingsverhouding, doch wordt deze medebepaald door een zeker bedrag aan bijstorting in contanten door de obligatiehouder op het moment van conversie.

Variatie a

Zoals eerder werd opgemerkt¹, is het wezenlijke verschil tussen variatie a en de overige variaties daarin gelegen, dat bij variatie a de omwisselingsverhouding gelijk is aan één.

De gelijkheid $100 (aB : \beta S) = 100$, zal door de onderneming op de meest eenvoudige wijze kunnen worden bereikt door de uit te geven converteerbare obligaties bij gelijke conversiecoëfficiënten eenzelfde nominale waarde te geven als de aandelen waarin omwisseling kan plaatsvinden. Ook in het geval, dat de emitterende onderneming het gewenst acht om de nominale waarde van de obligaties groter dan wel kleiner te bepalen dan die van de aandelen waarin kan worden geconverteerd, zal met de hoogte van

¹ Blz. 22.

de conversiecoëfficiënten binnen de aangelegde grenzen nog steeds zodanig kunnen worden gevarieerd, dat de omwisselingsverhouding leidt tot een uitkomst van één.

Het gelimiteerde gebruik van de onderhavige variatie van de conversietechniek met bijstortingsregeling is dan ook veel meer gelegen in de omvang van de bijstorting.

Op blz. 20 werd verondersteld dat de conversietechniek met bijstortingsregeling hanteerbaar mag worden geacht als het bedrag aan bijstorting in contanten per obligatie de nominale waarde van de obligaties niet overtreft.

Uitgaande van de hieruit afleidbare begrenzing zal deze variatie van de conversietechniek met toebetalingsregeling zich dus in het algemeen minder voor toepassing lenen als de conversiekoers meer dan 200 % bedraagt. In de formule

$${}^ap_2 = 100 \frac{a(B+C)}{\beta S}$$

is C dan immers bij de maximale hoogte van de conversiekoers gelijk aan B en is voorts aB gelijk aan βS , zodat geldt ${}^ap_{2max.} = 200\%$

De minimale hoogte van de conversiekoers waarbij van deze variatie gebruik kan worden gemaakt ligt bij 101 %. Tussen de aangegeven minimale en maximale conversiekoers kan variatie a van de onderhavige techniek dus ongelimiteerd worden toegepast.

Variatie b

Het wezenlijke kenmerk van variatie b is, dat de omwisselingsverhouding groter of kleiner dan één is bij gelijke nominale waarden van obligaties en aandelen. Deze variatie kan derhalve ook bij de conversietechniek met bijstortingsregeling alleen dan worden gebruikt als de desbetreffende onderneming de nominale waarde van de uit te geven obligaties gelijk kan stellen aan de statutair vastgestelde aandelencoupires.

Uitgaande van de begrenzing, dat de conversietechniek met bijstortingsregeling minder hanteerbaar wordt als het bedrag aan bijstorting in contanten per obligatie de nominale waarde van de obligaties overschrijdt, kan aan de hand van de formule ${}^bp_2 = \frac{200 a}{\beta}$ worden vastgesteld bij welke maximale hoogte van de conversie-

koers deze variatie bij de desbetreffende conversiecoëfficiënten kan worden toegepast¹.

Indien het aantal obligaties, dat wordt vereist (α) *kleiner* is dan het aantal aandelen dat uit verwisseling kan worden verkregen (β), zal bij een gelijke nominale waarde van obligaties en aandelen de conversiekoers *minimaal* gelijk zijn aan 100%. In deze situatie wordt de conversiekoers slechts gedeeltelijk bepaald door de verhouding der conversiecoëfficiënten (en wel zodanig dat zij minder bedraagt dan 100%), zodat het bedrag aan bijstorting in contanten minstens zoveel moet bedragen dat een conversiekoers van 100% wordt bereikt. ($C = \frac{\beta - \alpha}{\alpha} B$).

Indien het aantal bij de uitoefening van het conversierecht benodigde obligaties *groter* is dan het aantal aandelen dat bij verwisseling kan worden verkregen betekent dit, dat door de conversiecoëfficiënten reeds een conversiekoers tot stand wordt gebracht, welke meer dan 100% bedraagt. Wil er dan nog sprake zijn van een toebetaling in contanten, dan zal de conversiekoers bij een bepaalde verhouding van de conversiecoëfficiënten dus hoger moeten liggen dan de conversiekoers, welke door de omwisselingsverhouding zonder meer tot stand wordt gebracht. Aangezien het in de praktijk tot op heden op één enkele uitzondering na² niet gebruikelijk is om een conversiekoers te bepalen op een gebroken getal, zullen wij er in de situatie waarin de conversiecoëfficiënt α groter is dan de conversiecoëfficiënt β van uitgaan, dat de minimale hoogte van de

¹ De component C mag in de formule $bp_2 = 100 \frac{\alpha (B + C)}{\beta S}$ immers worden vervangen door de component B .

Uitgaande van een gegeven grootte van de conversiecoëfficiënt α en β is hiermede de maximale hoogte van de conversiekoers bepaald, waarbij deze variatie bij de desbetreffende verhouding van de conversiecoëfficiënten kan worden toegepast. Immers:

$$bp_2 = 100 \frac{\alpha (B + C)}{\beta S}$$

$$bp_{2max.} = 100 \frac{\alpha (2B)}{\beta S}$$

$$B = S$$

$$\text{dus } bp_{2max.} = \frac{200 \alpha}{\beta}$$

² Zie voetnoot 1 op blz. 27.

conversiekoers waarbij een bepaalde omwisselingsverhouding nog kan worden toegepast gelijk is aan de uit deze omwisselingsverhouding resulterende conversiekoers naar boven afgerond op het naastbijgelegen gehele getal, indien de uitkomst een gebroken getal is en plus één procent, indien deze uitkomst een rond getal is, zodat geldt:

$$b_{p_{2min.}} = 100 \text{ (bij } \alpha < \beta \text{)}$$

$$b_{p_{2min.}} = b_{p_1} + q \text{ (bij } \alpha > \beta \text{)}$$

$$(0 < q \leq 1)$$

$$(p_2 = (100, 101, 102 \dots 500))$$

In bijlage III werd in de tabellen 1 en 2, uitgaande van de mogelijk veronderstelde verhoudingen tussen de conversiecoëfficiënten bij obligatiecoupons van f 1.000,—, aangegeven tussen welke minimale en maximale conversiekoersen variatie b van de onderhavige techniek kan worden toegepast. In deze bijlage hebben wij gemeend geen berekeningen met betrekking tot de mogelijke verhoudingen tussen de conversiecoëfficiënten bij obligatiecoupons van f 500,— te moeten opnemen. Uit de in tabel 5 vermelde ge-

Tabel 5. *Minimale en maximale hoogten van de conversiekoersen, waarbij variatie b van de conversietechniek met toebetalingsregeling kan worden toegepast*

$$B = S = f 1.000,—$$

$\alpha : \beta$	$p_{min.}$	$p_{max.}$
1 : 2	100	100
3 : 5	100	120
2 : 3	100	133
3 : 4	100	150
4 : 5	100	160
1 : 1	101	200
5 : 4	126	250
4 : 3	134	266
3 : 2	151	300
5 : 3	167	333
2 : 1	201	400
5 : 2	251	500
3 : 1	301	500
4 : 1	401	500

gevens, welke een verkorte weergave zijn van die in bijlage III, blijkt immers reeds overduidelijk, dat variatie *b* van de conversietechniek met bijstortingsregeling bij elke conversiekoers kan worden toegepast, indien wordt uitgegaan van een maximale hoogte van de conversiecoëfficiënt α van 5. Er behoeft dus geen twijfel over te bestaan, dat zulks zeker het geval is als deze conversiecoëfficiënt maximaal 10 bedraagt.

Uit de gegevens van bovenstaande tabel blijkt, dat een gelijke conversiekoers in vele gevallen door meer dan één omwisselingsverhouding tot stand kan worden gebracht. Bij een conversiekoers van bijvoorbeeld 155 % kan van één van de volgende omwisselingsverhoudingen worden uitgegaan: $\alpha : \beta = 4 : 5$; $\alpha : \beta = 1 : 1$; $\alpha : \beta = 5 : 4$; $\alpha : \beta = 4 : 3$ en $\alpha : \beta = 3 : 2$. Op de betekenis hiervan werd reeds in hoofdstuk I gewezen¹. Hierop wordt nog nader teruggekomen in het volgende hoofdstuk.

Variatie c

De maximale hoogte van de conversiekoers bij deze variatie kan worden vastgesteld met behulp van de formule $e_{p_2} = \frac{200 B}{S}$ ².

Als de nominale waarde van de obligaties (*B*) kleiner is dan die van de aandelen waarin verwisseling kan plaatsvinden (*S*), zal de conversiekoers bij gelijke conversiecoëfficiënten slechts ten dele worden bepaald door de verhouding tussen de nominale waarden van obligaties en aandelen en wel zodanig, dat zij minder bedraagt dan 100 %. Het bedrag aan bijstorting in contanten moet dan minstens zoveel bedragen, dat een conversiekoers van 100 % wordt bereikt. ($C = S - B$).

¹ Blz. 6/7.

² Ook hier mag de component *C* in de formule $e_{p_2} = 100 \frac{\alpha (B + C)}{\beta S}$ worden vervangen door de component *B*. Uitgaande van gegeven nominale waarden van obligaties en aandelen is hiermede de maximale hoogte van de conversiekoers bepaald bij de desbetreffende omwisselingsverhouding.

Immers

$$e_{p_{2max.}} = 100 \frac{\alpha (2B)}{\beta S}$$

$$\alpha = \beta$$

$$\text{dus } e_{p_{2max.}} = \frac{200 B}{S}$$

In het geval de nominale waarde van de obligaties groter is dan die van de aandelen, bedraagt de conversiekoers meer dan 100 %. Van toepassing van de conversietechniek met bijstortingsregeling kan dan nog slechts worden gesproken als de conversiekoers hoger wordt bepaald dan die, welke volgt uit de gestelde verhouding tussen de nominale waarden van obligaties en aandelen.

De minimale conversiekoersen, waarbij deze variatie kan worden toegepast kunnen worden berekend met behulp van de volgende formules¹:

$$\begin{aligned} & \text{of} \quad c_{p_{\min.}} = 100 \text{ (bij } B < S) \\ & \quad c_{p_{\min.}} = c_{p_1} + q \text{ (bij } B > S) \\ & \quad (0 < q \leq 1) \end{aligned}$$

In tabel 6 worden de desbetreffende minima en maxima vermeld.

Tabel 6. *Minimale en maximale hoogten van de conversiekoersen waarbij variatie c van de conversietechniek met toebetalingsregeling kan worden toegepast*

verhouding nominale waarden obligaties en aandelen	conversiekoers	
	minimaal	maximaal
500 : 1.000	100	100
1.000 : 500	201	400

Het blijkt dat deze variatie van de conversietechniek met toebetalingsregeling slechts kan worden toegepast bij conversiekoersen tussen 201 % en 400 %, doch alleen indien de onderneming de aandelencoupures kan vaststellen op f 500,—. Het blijkt voorts dat hierbij slechts één bepaalde omwisselingsverhouding kan worden tot stand gebracht. De praktische betekenis van deze variatie moet derhalve gering worden genoemd.

Variatie d

Variatie d van de conversietechniek met bijstortingsregeling kan bij alle conversiekoersen worden toegepast. Binnen de gegeven grenzen kan de onderneming hierbij immers niet alleen variëren met de hoogte van de conversiecoëfficiënten, doch ook met de nominale

¹ Zie blz. 32.

waarde van de obligaties en het bedrag aan bijstorting in contanten.

De vaststelling van de minimale en maximale conversiekoersen, waarbij deze variatie kan worden toegepast geschiedt hier dan ook minder met het doel om hieruit tot conclusies te komen met betrekking tot de praktische toepassing van deze variatie, doch vooral om nader te bepalen tussen welke minimale en maximale conversiekoersen een bepaalde omwisselingsverhouding kan worden gehanteerd, zulks met het oog op de verder aan de hand hiervan vast te stellen effecten bij conversie.*

De maximale hoogte van de conversiekoers bij een bepaalde omwisselingsverhouding werd op dezelfde wijze als voor de variaties b en c vastgesteld aan de hand van de formule ${}^ap_{2max.} = 100 \frac{a}{\beta S} \frac{2B}{\beta S}$

De minimale hoogte van de conversiekoers bij een bepaalde omwisselingsverhouding werd berekend met behulp van de formules:

$$\begin{aligned} \text{of} \quad & {}^ap_{2min.} = 100 \text{ (bij } aB < \beta S) \\ & {}^ap_{2min.} = {}^ap_1 + q \text{ (bij } aB > \beta S) \\ & (0 < q \leq 1) \end{aligned}$$

In bijlage III wordt in de tabellen 4 en 5 van de gemaakte berekeningen een overzicht gegeven. Hieruit kan worden afgeleid, dat het aantal bij een gegeven conversiekoers mogelijk te stellen omwisselingsverhoudingen in vele gevallen afhangt van keuzemogelijkheid welke de onderneming heeft ten aanzien van de coupure van de aandelen.

Voor de bepaling van de mogelijkheden welke de onderneming heeft bij de vaststelling van de omwisselingsverhouding, worden alleen die omwisselingsverhoudingen in de verdere beschouwingen betrokken, welke bij alle door ons als usantieel aangemerkte aandelencoupures kunnen worden gesteld.

De voor Nederland algemeen relevante omwisselingsverhoudingen worden in tabel 7 vermeld.

Tabel 7. *Omwisselingsverhoudingen bij minimale en maximale hoogten van de conversiekoers, onder toepassing van variatie d van de conversietechniek met toebetalingsregeling*

nom. waarde obligaties nom. waarde aandelen		1.000 500	1.000 100	500 1.000	500 100
conversiecoëfficiënten		$\alpha : \beta$	$\alpha : \beta$	$\alpha : \beta$	$\alpha : \beta$
$p_{min.}$	$p_{max.}$				
100	100	1 : 4	1 : 20	1 : 1	1 : 10
100	125	5 : 16	1 : 16	5 : 4	1 : 8
100	133	1 : 3	1 : 15	4 : 3	2 : 15
100	150	3 : 8	3 : 40	3 : 2	3 : 20
100	166	5 : 12	1 : 12	5 : 3	1 : 6
101	200	1 : 2	1 : 10	2 : 1	1 : 5
126	250	5 : 8	1 : 8	5 : 2	1 : 4
151	300	3 : 4	3 : 20	3 : 1	3 : 10
201	400	1 : 1	1 : 5	4 : 1	2 : 5
251	500	5 : 4	1 : 4	5 : 1	1 : 2

Uit de gegevens van tabel 7 blijkt, dat een gelijke conversiekoers in vele gevallen bij meer dan één omwisselingsverhouding kan worden tot stand gebracht.

Resumerend kan met betrekking tot de praktische toepasbaarheid van de conversietechniek met toebetalingsregeling en de daarbij mogelijke omwisselingsverhoudingen het volgende worden gesteld.

Indien de omwisselingsverhouding hierbij zodanig wordt vastgesteld dat deze gelijk is aan één, zal deze techniek bij alle conversiekoersen tussen 101 % en 200 % kunnen worden toegepast.

Als de onderneming de nominale waarde van de obligaties gelijk stelt aan de statutair vastgestelde aandelencoupures (variatie b) of als de onderneming bij een hiervan afwijkende nominale waarde van de obligaties de conversiecoëfficiënten ongelijk bepaalt (variatie d), zal deze conversietechniek bij alle conversiekoersen kunnen worden toegepast. Bij een gegeven conversiekoers zal hierbij voorts in het algemeen meer dan één omwisselingsverhouding kunnen worden vastgesteld.

Als de onderneming de conversiecoëfficiënten aan elkaar gelijk stelt (variatie c) zal deze conversietechniek slechts toepasbaar zijn bij conversiekoersen tussen 201 % en 400 %. Hierbij zal slechts één

bepaalde omwisselingsverhouding kunnen worden bepaald. Als verdere voorwaarde geldt dat de ondernemer de aandelencoupures moet vaststellen op f 500,—.

3. DE CONVERSIETECHNIEK MET RESTITUTIEREGELING

Bij het gebruik van deze conversietechniek wordt de conversiekoers niet slechts tot stand gebracht door de omwisselingsverhouding, doch wordt deze mede bepaald door een zekere restitutie in contanten per obligatie.

Het bedrag aan de restitutie in contanten per obligatie kan hierbij zoals reeds in hoofdstuk III werd opgemerkt nimmer groter zijn dan, noch gelijk zijn aan de nominale waarde van de obligaties, omdat dit zou leiden tot een conversiekoers welke kleiner dan nul resp. gelijk aan nul zou zijn¹.

Uit de formule $p_3 = 100 \frac{\alpha (B - C)}{\beta S}$ kan worden afgeleid, dat de grootte van het bedrag aan restitutie per obligatie wordt bepaald door de bij een gegeven conversiekoers vastgestelde omwisselingsverhouding. Dit bedrag kan derhalve worden opgevat als een sluitbedrag, waarop de onderneming door middel van de te stellen omwisselingsverhouding invloed kan uitoefenen².

¹ Dit volgt uit de formule $p_3 = 100 \frac{\alpha (B - C)}{\beta S}$, waarin bij $C > B$ geldt $p < 0$ en waarin bij $C = B$ geldt $p = 0$.

Stel: $\alpha = 4$

$\beta = 1$

$B = 1.000$

$C = 1.500$ dan geldt $p_3 = 100 \frac{4(1.000-1.500)}{1.000}$; $p_3 = -200$

Stel: $\alpha = 4$

$\beta = 1$

$B = 1.000$

$C = 1.000$ dan geldt $p_3 = 100 \frac{4(1.000-1.000)}{1.000}$; $p_3 = 0$

² Dit spreekt nog duidelijker als de bovenvermelde formule als volgt wordt

$$\text{weergegeven: } C = \frac{\alpha B - \left(\frac{p_3}{100}\right) \beta S}{\alpha}$$

Voorwaarde voor het gebruik van de conversietechniek met restitutieregeling is, dat de omwisselingsverhouding groter dan één wordt bepaald en wel zodanig, dat er bij de desbetreffende conversiekoers voldoende ruimte blijft voor restitutie in contanten. Een voorbeeld moge hier ter verduidelijking dienen. Als de onderneming de omwisselingsverhouding bij een conversiekoers van 125 % zou bepalen op $(5 \cdot 1.000) : (4 \cdot 1.000)$, zou de omwisselingsverhouding inderdaad groter dan één zijn, doch zou deze niettemin een restitutie in contanten uitsluiten. Als de onderneming dezelfde omwisselingsverhouding zou hanteren bij een conversiekoers van 124 % zou er restitutie in contanten moeten plaatsvinden.

Uit dit voorbeeld kan worden afgeleid, dat de conversietechniek met restitutieregeling bij een bepaalde omwisselingsverhouding kan worden toegepast als de conversiekoers welke de onderneming wenst vast te stellen minimaal 1 % ligt beneden de conversiekoers welke uit de omwisselingsverhouding volgt¹.

Algemeen geldt derhalve met betrekking tot de maximale hoogte van de conversiekoers, waarbij de conversietechniek met restitutieregeling bij een bepaalde omwisselingsverhouding nog kan worden toegepast:

$$p_{3max.} = p_1 - q \\ (0 < q \leq 1)$$

De minimale conversiekoers waarbij een bepaalde omwisselingsverhouding kan worden toegepast, is uiteraard altijd gelijk aan 100 %.

Op analoge wijze aan de conversietechniek gebaseerd op een zuivere omwisselingsverhouding en de conversietechniek met toe-

Stel: $\alpha = 2$

$\beta = 1$

$B = 1.000$

$S = 1.000$

$p = 150$ dan is het bedrag aan restitutie per obligatie gelijk aan $f\ 250,-$

$$C = \frac{2.000 - \left(\frac{150}{100}\right) 1.000}{2} = 250 \text{ . Als } \alpha \text{ op } 3, \text{ resp. } 4 \text{ zou worden gesteld,}$$

kan worden berekend dat onder overigens gelijkblijvende omstandigheden het bedrag aan restitutie per obligatie $f\ 500,-$ resp. $f\ 875,-$ bedraagt.

¹ Op afrondingen wordt hier niet verder ingegaan, omdat hierbij op dezelfde wijze gehandeld dient te worden als aangegeven op blz. 31/32.

betalingsregeling zal thans worden nagegaan in hoeverre de onderhavige techniek praktisch kan worden toegepast.

Variatie a

Variatie a kan om bovengenoemde redenen bij toepassing van de conversietechniek met restitutieregeling niet worden gehanteerd.

Variatie b

Variatie b zal alleen kunnen worden toegepast als de omstandigheden wederom zó zijn, dat de nominale waarde van de uit te geven obligaties gelijk kan worden gesteld aan de statutair vastgestelde aandelencoupires.

Overeenkomstig de bovenaangegeven wijze werden de maximale hoogten van de conversiekoersen berekend, waarbij de verschillende omwisselingsverhoudingen kunnen worden gehanteerd. In tabel 8 worden deze vermeld.

Tabel 8. Omwisselingsverhoudingen bij minimale en maximale hoogten van de conversiekoers, onder toepassing van variatie b van de conversietechniek met restitutieregeling

$\alpha : \beta$	$p_{min.}$	$p_{max.} (= p_1 - 1)$
5 : 4	100	124
5 : 3	100	165
5 : 2	100	249
5 : 1	100	499
4 : 3	100	132
4 : 1	100	399
3 : 2	100	149
3 : 1	100	299
2 : 1	100	199

Zoals in hoofdstuk V, wanneer de effecten worden overzien, nader zal worden aangegeven zullen enige van de bovenaangegeven omwisselingsverhoudingen op grond van de daaraan verbonden gevolgen, praktisch niet hanteerbaar blijken te zijn. Uit de gegevens van tabel 8 kan worden afgeleid, dat variatie b van deze techniek in principe bij alle conversiekoersen kan worden toegepast.

Variatie c

Variatie c zal bij de onderhavige conversietechnieken alleen dan kunnen worden toegepast als de omstandigheden zó zijn dat de nominale waarde van de obligaties groter kan worden bepaald dan de nominale waarde van de aandelen. De omwisselingsverhouding kan bij de als usantieel aangemerkte coupures dus slechts worden bepaald als resp. $B : S = 1.000 : 500$ en $B : S = 500 : 100$. Deze variatie zal derhalve slechts kunnen worden toegepast bij conversiekoersen tussen 100 % en 199 %, resp. bij conversiekoersen tussen 100 % en 499 %. Indien de aandelencoupures statutair bepaald zijn op f 1.000,— zal deze variatie niet kunnen worden toegepast, indien althans niet tot statutenwijziging wordt overgegaan.

Variatie d

Het behoeft geen betoog dat variatie d bij de conversietechniek met restitutieregeling bij alle conversiekoersen kan worden toegepast. Binnen de aangelegde restricties kan de onderneming hierbij immers in ruime mate variëren met de hoogte van de conversiecoëfficiënten, met de nominale waarde van obligaties en aandelen ($\alpha \neq \beta$, $B \neq S$) en met het bedrag aan restitutie in contanten.

De minimale conversiekoers is hierbij wederom steeds gelijk aan 100 %; de maximale conversiekoersen kunnen bij de verschillende omwisselingsverhoudingen worden vastgesteld aan de hand van de formule ${}^ap_3 = {}^ap_1 - q$. ($0 < q \leq 1$)

Voor de bepaling van het algemene beeld lijkt het ook hier¹ voldoende om alleen die omwisselingsverhoudingen in de verdere beschouwingen te betrekken, welke bij alle door ons als usantieel aangemerkte aandelencoupures kunnen worden gesteld. De in dit opzicht algemeen relevante omwisselingsverhoudingen worden in tabel 9 vermeld.

¹ Vgl. het gestelde ten aanzien van variatie d van de conversietechniek met toebataling op blz. 35.

Tabel 9. *Omwisselingsverhoudingen bij minimale en maximale hoogten van de conversiekoers bij toepassing van variatie d van de conversietechniek met restitutieregeling*

nom. waarde obligaties nom. waarde aandelen		1.000 500	1.000 100	500 100	500 1.000
conversiecoëfficiënten		$\alpha : \beta$	$\alpha : \beta$	$\alpha : \beta$	$\alpha : \beta$
$p_{min.}$	$p_{max.}$				
100	124	5 : 8	1 : 8	1 : 4	5 : 2
100	149	3 : 4	3 : 20	3 : 10	3 : 1
100	249	5 : 4	1 : 4	1 : 2	5 : 1
100	299	3 : 2	3 : 10	3 : 5	6 : 1
100	399	2 : 1	2 : 5	4 : 5	8 : 1

Resumerend kan met betrekking tot de praktische toepasbaarheid van de conversietechniek met restitutieregeling en de daarbij mogelijke omwisselingsverhoudingen het volgende worden gesteld.

Indien de omwisselingsverhouding hierbij zodanig wordt vastgesteld dat deze gelijk is aan één (variatie a), zal deze conversietechniek niet kunnen worden toegepast.

Als de onderneming de nominale waarde van de obligaties gelijk stelt aan de statutair vastgestelde aandelencoupons (variatie b) of als de onderneming bij een hiervan afwijkende nominale waarde van de obligaties de conversiecoëfficiënten ongelijk bepaalt (variatie d), zal deze conversietechniek bij alle conversiekoersen kunnen worden toegepast. Bij een gegeven conversiekoers zal hierbij voorts in het algemeen meer dan één omwisselingsverhouding kunnen worden vastgesteld. In alle gevallen zal deze echter groter dan één moeten zijn.

Als de onderneming de conversiecoëfficiënten aan elkaar gelijk stelt (variatie c) zal deze conversietechniek slechts toepasbaar zijn bij conversiekoersen tussen 100 % en 199 % als de nominale waarde van de obligaties en aandelen resp. f 1.000,— en f 500,— bedraagt. Bij conversiekoersen tussen 100 % en 499 % zal deze variatie slechts kunnen worden toegepast als de nominale waarde van de obligaties en aandelen resp. f 500,— en f 100,— bedraagt. In beide gevallen kan er slechts één enkele omwisselingsverhouding worden vastgesteld. Indien de aandelencoupons statutair zijn bepaald op f 1.000,— zal deze variatie in het geheel niet kunnen worden toegepast.

OPTREDENDE EFFECTEN BIJ
ALGHELE CONVERSIE

Nadat in de voorafgaande hoofdstukken de conversietechnieken zijn geanalyseerd en getracht is de toepasbaarheid daarvan aan te geven, zal in het volgende worden nagegaan, welke effecten teweeg worden gebracht in de vermogensstructuur en de omvang van het vermogen van de onderneming, bij toepassing van de verschillende technieken, indien algehele conversie daadwerkelijk plaatsvindt.

In hoofdstuk VI zal nog nader onder het oog worden gezien of algehele conversie inderdaad altijd wordt beoogd en zo ja, of dit ook altijd bereikbaar kan worden geacht. Daarop zal dus in dit hoofdstuk niet nader worden ingegaan. De veronderstelling dat algehele conversie wordt bereikt is noodzakelijk om het verschil in effect dat ontstaat door de toepassing van verschillende technieken vergelijkbaar te maken. Met dit zelfde oogmerk hebben wij bedoelde effecten alle uitgedrukt in procenten van het nominale bedrag van de converteerbare obligatielening.

De berekeningen met betrekking tot de effecten zijn slechts uitgevoerd voor met 10 punten opklimmende conversiekoersen. Voorts werd ervan uitgegaan, dat het nominale bedrag van de converteerbare obligatielening in alle gevallen een veelvoud is van het produkt van het aantal obligaties benodigd bij conversie en de nominale waarde van de obligaties. Aan deze voorwaarde zal in de regel worden voldaan, omdat mag worden aangenomen, dat de onderneming er naar streeft om iedere obligatiehouder in de gelegenheid te stellen te zijner tijd van zijn omwisselingsrecht gebruik te maken. Niettemin is het denkbaar, dat het nominale bedrag van de lening als gevolg van de keuze van een bepaalde omwisselingsverhouding afwijkt van het bedrag der bestaande behoefte aan nieuwe financieringsmiddelen in de onderneming ten tijde van de uitgifte van de lening. Indien de onderneming het nominale bedrag van de

lening in een dergelijk geval niettemin afstemt op het benodigde bedrag aan nieuwe middelen, zal zij te zijner tijd het restant der niet geconverteerde obligaties moeten opkopen. Het zal hierbij echter steeds om geringe bedragen gaan, zodat aan de invloed daarvan op de berekeningen zonder bezwaar kan worden voorbij gegaan.

Een soortgelijke situatie kan ontstaan, indien de onderneming de inschrijving op de converteerbare obligaties uitsluitend opstelt voor bestaande aandeelhouders. In dat geval zal de verhouding van het uitstaande aandelenkapitaal en het bedrag van de converteerbare obligatielening tot een quotiënt van hele getallen moeten leiden.

Bij de berekening van de effecten zal worden verondersteld, dat aan deze voorwaarde in alle gevallen zal worden voldaan. Het is niettemin denkbaar, dat het laten prevaleren van één bepaalde omwisselingsverhouding kan leiden tot moeilijkheden bij de claimconstructie. Indien de onderneming het nominale bedrag van de lening in een dergelijk geval toch afstemt op het bedrag van het uitstaande aandelenkapitaal, zal zij ook in dit geval te zijner tijd tot het opkopen van het restant der niet geconverteerde obligaties moeten overgaan. Ook hierbij zal het steeds om geringe bedragen gaan, zodat de berekende effecten hierdoor nauwelijks zullen worden beïnvloed. Het is bovendien niet uitgesloten, dat de onderneming het stellen van een bepaalde omwisselingsverhouding laat prevaleren en aan enige aandeelhouders verzoekt om van hun claimrecht afstand te doen¹.

In onze berekening zal worden verondersteld, dat beide boven bedoelde oneffenheden zich niet voordoen, omdat zij – zoals ons bij de bestudering van de prospectussen in de door ons onderzochte periode is gebleken – nimmer van enige betekenis zijn in praktijk.

1. BIJ ALGEHELE CONVERSIE OPTREDENDE WIJZIGINGEN IN HET NOMINAAL GEPLAATSTE AANDELENKAPITAAL

Indien de toeneming van het geplaatste aandelenkapitaal dus bij algehele conversie wordt uitgedrukt in het nominale bedrag van de lening is deze onafhankelijk van de toegepaste conversietechniek

¹ Vgl. o.a. het prospectus van de $4\frac{3}{4}\%$ converteerbare obligatielening ten laste van de Algemeene Kunstzijde Unie N.V. d.d. 11 april 1960, waarin wordt vermeld, dat ter afronding voor nominaal f 2.700,— gewone aandelen van het recht van inschrijving geen gebruik zal worden gemaakt.

of variatie daarvan, gelijk aan de reciproque van de gestelde omwisselingsverhouding.

Het desbetreffende effect bij algehele conversie kan worden berekend aan de hand van de volgende formule:

$$\Delta E = 100 \frac{\beta S}{aB}$$

waarbij:

ΔE = de toeneming van het geplaatste aandelenkapitaal in procenten van het nominale bedrag van de converteerbare obligatielening bij algehele conversie

S = de nominale waarde van de aandelen

B = de nominale waarde van de obligaties

a = het aantal obligaties benodigd bij conversie

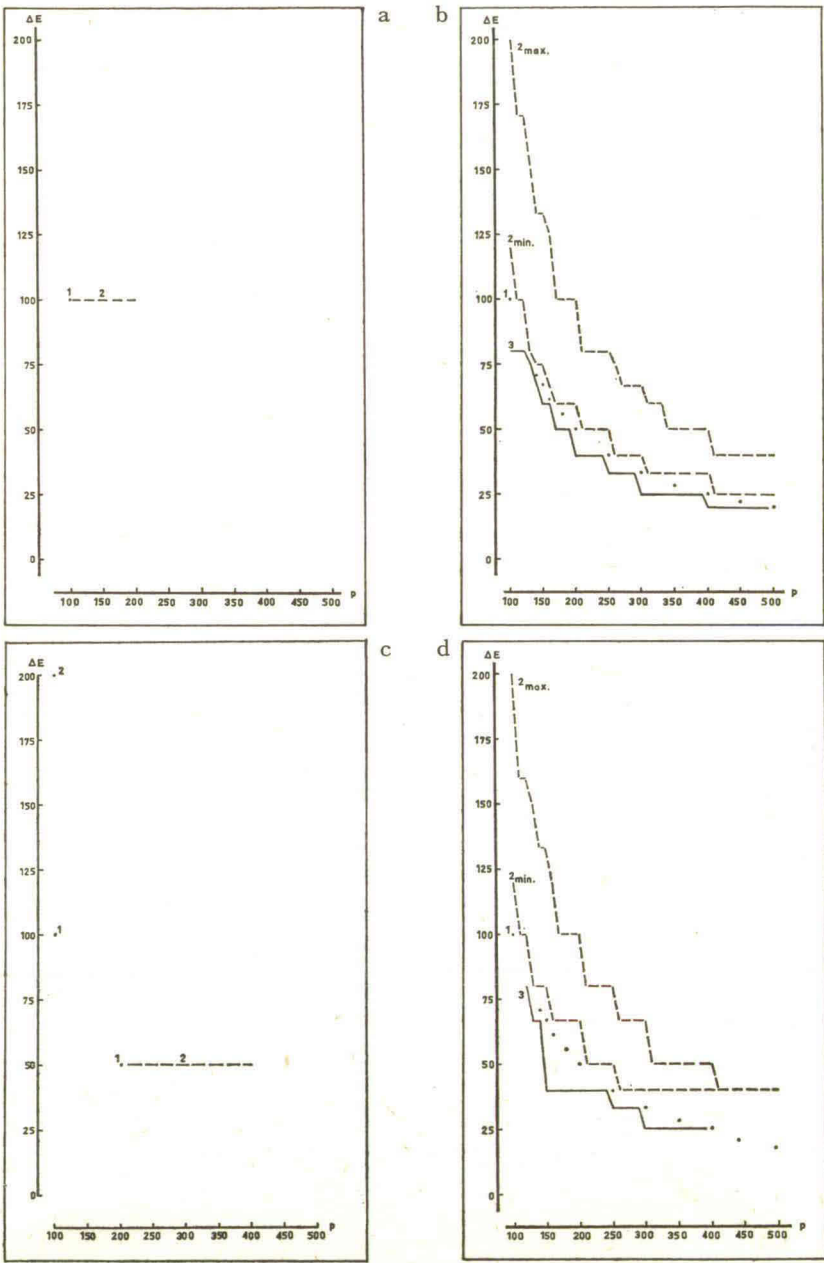
β = het aantal aandelen dat bij conversie wordt verkregen

Door de in hoofdstuk III afgeleide numerieke waarden van de componenten waaruit de omwisselingsverhouding kan worden opgebouwd te substitueren in boven vermelde formule kunnen nu de effecten worden berekend welke er bij een gelijke conversiekoers onder toepassing van de onderscheiden conversietechnieken en variaties bij conversie optreden.

Het resultaat van deze berekeningen is neergelegd in tabel I van bijlage IV. De grafische vorm hiervan is te vinden in grafiek Ia t/m d.

De effecten werden uiteraard alleen berekend voor die conversiekoersen, waarbij de onderscheiden conversietechnieken en variaties daarvan kunnen worden toegepast overeenkomstig de daarover in Hoofdstuk IV gegeven beschouwingen.

Grafiek I. Bij algehele conversie optredende wijzigingen in het geplaatste aandelenkapitaal bij toepassing van variatie a, b, c, en d van de onderscheiden conversietechnieken.



Uit de gegevens van grafiek Ia t/m d kan worden afgeleid, dat het geplaatste aandelenkapitaal bij conversie in het algemeen relatief minder toeneemt naarmate de conversiekoers hoger wordt bepaald. Wij zijn er ons van bewust dat hiermede op zichzelf geen nieuwe gedachte naar voren wordt gebracht. Op deze samenhang tussen de hoogte van de conversiekoers en de toeneming van het geplaatste aandelenkapitaal bij conversie werd onder meer door de Lange de aandacht gevestigd. De Lange is zelfs van mening dat 'de hernieuwde belangstelling voor de converteerbare obligatie kan worden teruggevoerd op de overweging, dat hoe hoger de uitgiftekoers van aandelen wordt gesteld, hoe kleiner de uitbreiding van het nominale kapitaal zal zijn'¹.

Afgezien van het feit, dat in sterke mate moet worden betwijfeld of de hernieuwde belangstelling voor de financiering door middel van converteerbare obligaties voornamelijk mag worden teruggevoerd op het door de Lange genoemde motief, gaat de door hem vermeende samenhang tussen de hoogte van de conversiekoers en de toeneming van het geplaatste aandelenkapitaal bij algehele conversie in sommige gevallen niet zonder meer en in andere gevallen zelfs in het geheel niet op.

De fout welke, naar onze mening, door de Lange wordt gemaakt schuilt hierin, dat de toeneming van het geplaatste aandelenkapitaal bij conversie geen functie is van de hoogte van de conversiekoers, doch van de daarbij gestelde omwisselingsverhouding. Slechts in die gevallen waarin de conversiekoers rechtstreeks volgt uit de gestelde omwisselingsverhouding gaat het vermeende verband op. Duidelijk blijkt dit uit de in grafiek I gegeven beelden. Daaruit kan immers worden afgelezen, dat de toeneming van het geplaatste kapitaal bij conversie in sommige gevallen een constant percentage van het nominale bedrag van de lening uitmaakt onafhankelijk van de hoogte van de conversiekoers. Het betreft hier de gevallen waarin de onderneming van een van de in onderstaand aangegeven conversietechnieken en variaties gebruik maakt. Indien door haar bij de gekozen conversiekoers de omwisselingsverhouding bij het gebruik van de conversietechniek met toebetalingsregeling wordt bepaald op één, zal de toeneming van het geplaatste aandelenkapitaal bij conversie altijd gelijk zijn aan het nominale bedrag van de converteerbare obligatielening. Indien door haar bij de gekozen

¹ A. Th. de Lange: *Het ondernemerschap van de aandeelhouder*, Leiden 1960, blz. 16.

conversiekoers gebruik wordt gemaakt van de conversietechniek met toebetalingsregeling of restitutieregeling zal, als zij hierbij de conversiecoëfficiënten aan elkaar gelijk stelt, de toeneming van het geplaatste aandelenkapitaal bij conversie niet meer dan 50 % van het nominale bedrag van de lening uitmaken.

Uit de gegevens van grafiek I kan voorts worden afgeleid, dat de toeneming van het geplaatste aandelenkapitaal bij algehele conversie, hoewel in het algemeen degressief verlopend bij een toenemende hoogte van de conversiekoers, niettemin bij meer dan één conversiekoers gelijk kan zijn. Het betreft hier die gevallen, waarin de onderneming bij de gekozen conversiekoers gebruik maakt van één van de variaties b of d van de conversietechniek met toebetalingsregeling. Een toeneming van het geplaatste aandelenkapitaal van bijvoorbeeld 80 % van het nominale bedrag van de lening kan optreden bij één van de volgende conversiekoersen: 130 %, 140 %, 150 %, 210 %, 220 %, 230 %, 240 % en 250 %. Een toeneming van bijvoorbeeld 50 % kan bij één van de volgende conversiekoersen optreden: 210 %, 220 %, 230 %, 240 %, 250 %, 340 %, 350 %, 360 %, 370 %, 380 %, 390 % en 400 %.

Het aantal conversiekoersen waarbij de relatieve toeneming van het geplaatste aandelenkapitaal gelijk is, is overigens nog veel groter. In grafiek I worden immers slechts die effecten vermeld, welke minimaal en maximaal zijn bij een met 10 punten opklimmende conversiekoers.

Uit het bovengestelde volgt, dat de opvatting dat er verband zou bestaan tussen de hoogte van de conversiekoers en de toeneming van het geplaatste aandelenkapitaal bij conversie niet zonder meer opgaat bij toepassing van de conversietechniek met toebetalingsregeling. Eenzelfde conclusie kan uiteraard worden getrokken ten aanzien van het gebruik van de variaties b en d van de conversietechniek met restitutieregeling. Hierbij kan immers bij eenzelfde conversiekoers eveneens van meer dan één omwisselingsverhouding gebruik worden gemaakt.

2. BIJ ALGEHELE CONVERSIE OPTREDENDE WIJZIGINGEN IN DE AGIO-RESERVE

De toeneming van de agio-reserve wordt bepaald door het te be-

halen agio per uit omwisseling verkregen aandeel en de totale toeneming van het geplaatst aandelenkapitaal.

Indien deze wordt uitgedrukt in procenten van het nominale bedrag van de lening kan derhalve de toeneming van het agio bij volledige conversie worden vastgesteld met behulp van de formule:

$$\Delta R = \varepsilon \Delta E$$

waarbij:

ΔR = toeneming van de agio-reserve in procenten van het nominale bedrag van de obligatielening bij volledige conversie;

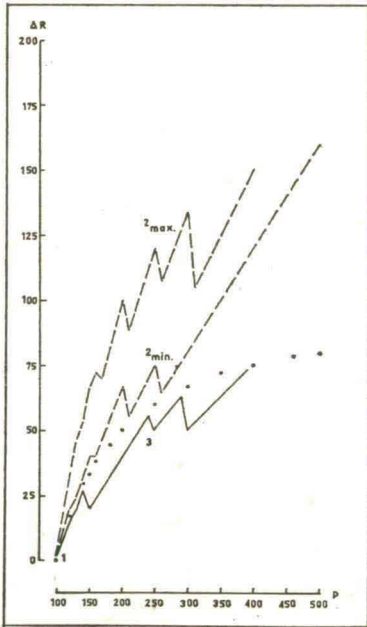
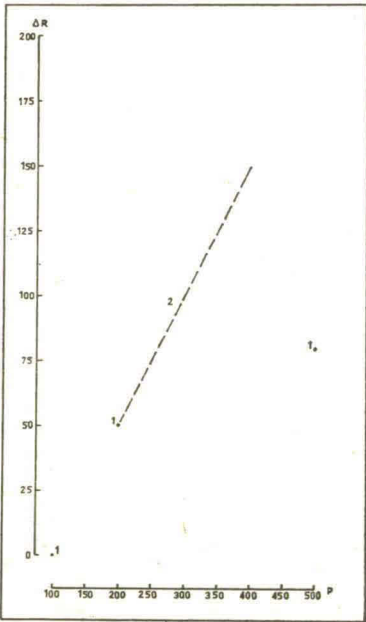
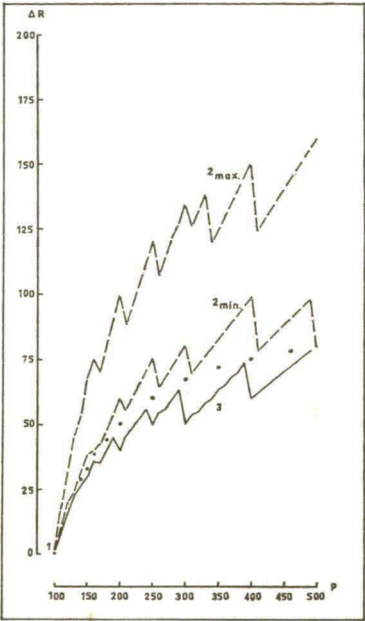
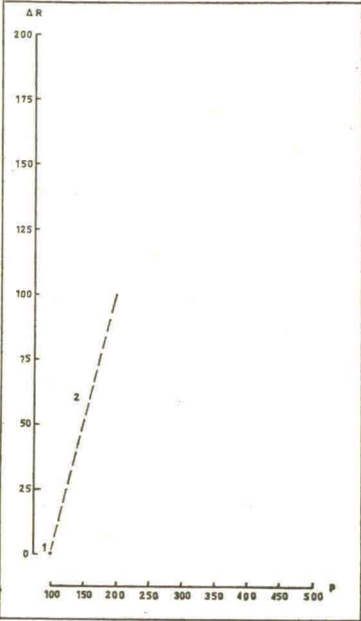
ε = deel van de conversiekoers boven pari;

ΔE = toeneming van het nominale geplaatste aandelenkapitaal in procenten van het nominale bedrag van de obligatielening bij volledige conversie, overeenkomstig de op blz. 44 gegeven formule.

De effecten welke er ten aanzien van het agio bij toepassing van de verschillende conversietechnieken en variaties daarvan optreden werden door substitutie van de in tabel 1 van bijlage IV berekende toenemingen van het geplaatste aandelenkapitaal in bovenstaande formule voor een met 10 punten toenemende conversiekoers berekend.

Het resultaat van deze berekeningen is neergelegd in tabel 2 van bijlage IV. Op deze tabel zijn de in grafiek IIa t/m d weergegeven effecten gebaseerd.

Grafiek II. Bij algehele conversie optredende wijzigingen in de agio-reserve bij toepassing van variatie a, b, c en d van de onderscheiden conversietechnieken



Uit de gegevens van grafiek II kan worden afgeleid, dat de agio-reserve bij conversie in het algemeen toeneemt naarmate de conversiekoers hoger wordt bepaald.

Waarschijnlijk heeft dit verschijnsel geleid tot de opvatting (ook door schrijver dezes werd dit aanvankelijk gesteld¹), dat de onderneming de conversiekoers zo hoog mogelijk wenst te bepalen om hiermede een zo hoog mogelijk agio te bedingen. De vermeende samenhang tussen de hoogte van de conversiekoers en de toeneming van de agio-reserve blijkt echter slechts in sommige gevallen op te gaan. De toeneming van de agio-reserve is blijkens de boven gegeven formule namelijk niet alleen afhankelijk van de hoogte van de conversiekoers, doch hangt bovendien af van de toeneming van het geplaatste aandelenkapitaal c.q. van de bij de gekozen conversiekoers vastgestelde omwisselingsverhouding. Het is derhalve onjuist te menen, dat het vaststellen van een zo hoog mogelijke conversiekoers zonder meer zou leiden tot een zo hoog mogelijke toeneming van de agio-reserve. Duidelijk blijkt dit ook uit de gegevens van grafiek II.

De agio-reserve neemt slechts toe proportioneel aan de hoogte van de conversiekoers ingeval de onderneming de conversiekoers tot stand brengt door middel van de conversietechniek met toebetalingsregeling en de omwisselingsverhouding daarbij op één stelt (variatie 2a).

Bij toepassing van de overige conversietechnieken en variaties verloopt de toeneming van de agio-reserve niet proportioneel aan de stijgende conversiekoers. Hierbij treden dan voorts verschillen op afhankelijk van de toegepaste conversietechniek en variatie.

Indien variatie c van de conversietechniek met toebetalingsregeling of restitutieregeling wordt toegepast, bedraagt de toeneming van de agio-reserve blijkens de gegevens van grafiek II steeds 5 % van het nominale bedrag van de lening meer bij een met 10 punten stijgende conversiekoers.

Bij toepassing van één van de variaties b of d van de conversietechniek met toebetalings- of restitutieregeling zijn de bij eenzelfde conversiekoers bij conversie optredende effecten ten aanzien van de agio-reserve verschillend en alleen afhankelijk van de daarbij vastgestelde omwisselingsverhouding, anders gezegd, eenzelfde toe-

¹ K. A. M. Bogaert: De recente modificatie in de conversietechniek der converteerbare obligaties, in: *M.A.B.* november 1958.

neming van de agio-reserve blijkt in vele gevallen bij meer dan één conversiekoers te kunnen optreden. Uit grafiek IIb, d blijkt, dat een toeneming van de agio-reserve van bijvoorbeeld 80 % van het nominale bedrag van de lening bij toepassing van de conversietechniek met toebetalingsregeling zowel kan optreden bij een conversiekoers van 180 %, als bij een conversiekoers van 300 % of zelfs 420 %. Een toeneming van 90 % kan bijvoorbeeld zowel optreden bij een conversiekoers van 190 %, als bij een conversiekoers van 460 %. Ook hier dient dezelfde opmerking gemaakt te worden als op blz. 47.

Bij toepassing van de conversietechniek zonder toebetalings- of restitutieregeling vloeit de conversiekoers zonder meer voort uit de gestelde omwisselingsverhouding. Dit leidt ertoe, dat de agio-reserve afhankelijk van de hoogte van de conversiekoers toeneemt.

3. BIJ ALGEHELE CONVERSIE OPTREDENDE WIJZIGINGEN IN DE LIQUIDITEITEN

De toeneming of afneming van de liquiditeiten is gelijk aan het produkt van het bedrag aan bijstorting, resp. restitutie in contanten per obligatie en het aantal obligaties, dat aan de onderneming bij conversie moet worden aangeboden.

Uitgedrukt in procenten van het nominale bedrag van de lening kan de toeneming of afneming van de kasmiddelen bij een gegeven conversiekoers derhalve worden berekend door substitutie in de volgende formules:

$$\Delta L = \frac{100C}{B}$$

$$-\Delta L = -\frac{100C}{B}$$

waarbij:

ΔL , $-\Delta L$ = de toeneming, resp. afneming van de liquiditeiten in procenten van het nominale bedrag van de converteerbare obligatielening bij algehele conversie;

C , $-C$ = het bedrag aan bijstorting, resp. restitutie in contanten per obligatie;

B = de nominale waarde van de obligaties.

Gegeven de conversiekoers kan het bedrag aan bijstorting resp.

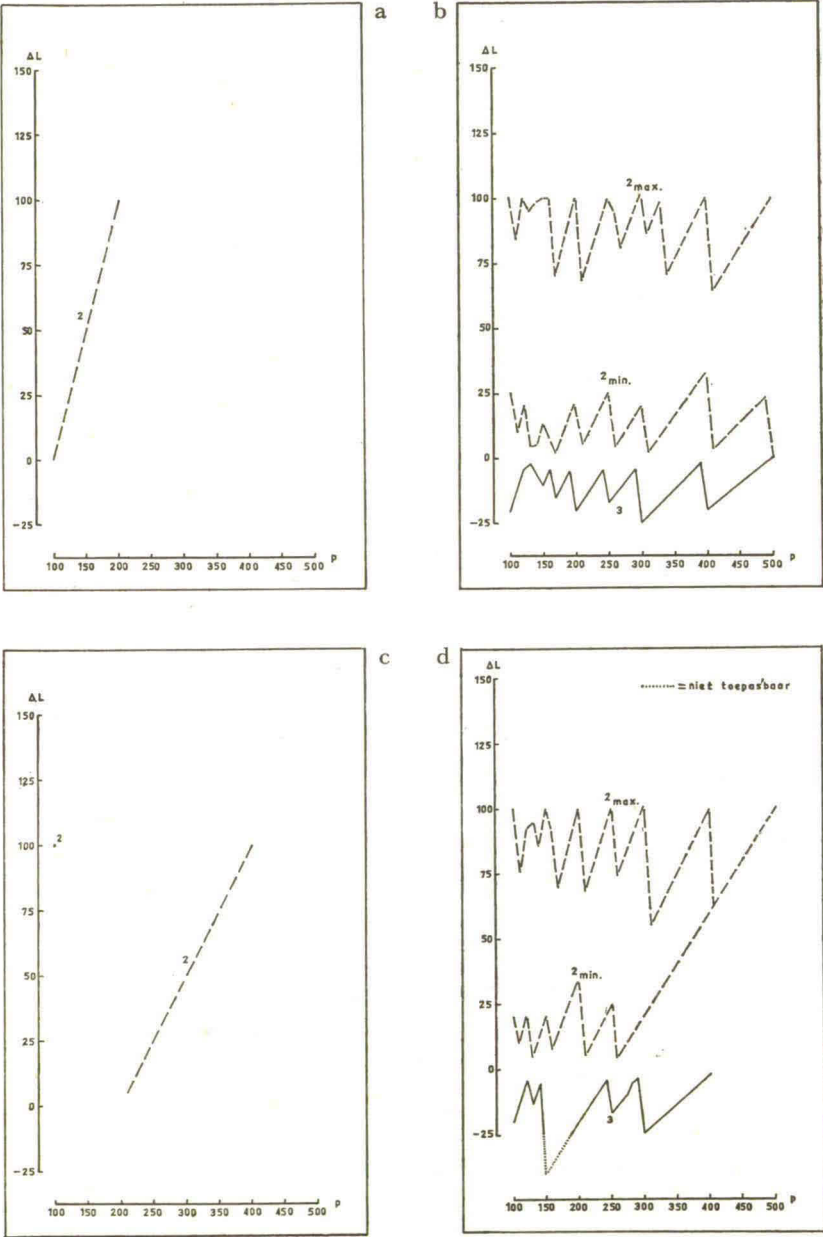
restitutie in contanten per obligatie uitgaande van een bepaalde omwisselingsverhouding worden berekend aan de hand van de formule:

$$C = \left(\frac{p_2}{100\alpha} \cdot \beta S \right) - B$$

Door de in hoofdstuk III genoemde numerieke waarden van de componenten waaruit de omwisselingsverhouding kan worden opgebouwd te substitueren in boven vermelde formules, werden de hierbedoelde effecten berekend.

Het resultaat van deze berekeningen is gegeven in tabel 3 van bijlage IV. In grafiek IIIa t/m d worden de berekende effecten wederom grafisch weergegeven.

Grafiek III. Bij algehele conversie optredende wijzigingen in de liquiditeiten bij toepassing van variatie a, b, c en d van de onderscheiden conversietechnieken



In deze grafiek werden met betrekking tot de variaties b en d van de conversietechniek met restitutieregeling slechts die effecten opgenomen welke optreden als de onderneming de omwisselingsverhouding zodanig vaststelt dat het bedrag aan restitutie per obligatie bij de gekozen conversiekoers minimaal is.

De berekende effecten hebben namelijk uitgewezen, dat de overige in principe mogelijk te achten omwisselingsverhoudingen¹ in de praktijk niet zullen kunnen worden gehanteerd. Het totale bedrag aan restitutie in contanten blijkt een omvang aan te nemen variërend tussen 2 en 80 % van het nominale bedrag van de lening.

Wanneer bedacht wordt dat het totaal te restitueren bedrag reeds bij het aangaan van de lening bij de trustee zal moeten worden gestort als zekerheid voor de nakoming der restitutieverplichting moge duidelijk zijn, dat het geenszins in de bedoeling van de onderneming kan liggen een belangrijk deel van de door haar aan te trekken financieringsmiddelen op deze wijze te blokkeren. Ingeval de restitutieregeling wordt getroffen zal de onderneming de terugbetaling tot minimale proporties beperkt wensen te houden. Daartoe zal zij bij de gekozen conversiekoers gebruik moeten maken van de in tabel 8 en 9 vermelde omwisselingsverhouding, welke zo dicht mogelijk onder de in die tabellen genoemde maximale conversiekoers ligt.

In dat geval zal – afhankelijk van de gekozen conversiekoers – de afnemings van de liquiditeiten nog maximaal 25 % kunnen bedragen. Hierop hebben wij reeds gedomd in hoofdstuk IV, blz. 39. Wij hebben dit daar als een restrictie gezien voor de toepassing van deze techniek en verdere berekeningen met betrekking tot de effecten van deze techniek achterwege gelaten.

Hierin zou de verklaring kunnen worden gezien waarom deze conversietechniek in de praktijk zo weinig wordt gebruikt. In de regel zal hiervan slechts gebruik worden gemaakt, indien tijdens de looptijd van de lening de conversiekoers moet worden verlaagd. Hierover wordt in hoofdstuk IX nader gesproken.

Een nadere beschouwing van grafiek III wijst uit, dat de liquiditeiten bij toepassing van de conversietechniek met toebetalingsregeling, indien daarbij de omwisselingsverhouding wordt bepaald op één, toeneemt met een bedrag dat gelijk is aan de toeneming

¹ Vgl. tabel 8 en 9.

van de agio-reserve¹, m.a.w. het agio vloeit in zijn geheel in contanten toe.

Bij toepassing van variatie c van deze conversietechniek vloeit slechts een deel van het agio in contanten toe. Een vergelijking van de grafieken II en III toont aan, dat bij een met 10 punten opklimmende conversiekoers, zowel de agio-reserve als de liquiditeiten met een constant percentage, te weten met 5 % van het nominale bedrag van de lening, toenemen.

Indien de onderneming gebruik maakt van één van de variaties b of d van de conversietechniek met toebetalingsregeling worden de veranderingen welke er bij conversie in de liquiditeiten bij een gegeven conversiekoers optreden bepaald door de gekozen omwisselingsverhouding. In grafiek III worden slechts de minimaal en maximaal optredende effecten vermeld. Het blijkt dat eenzelfde toeneming van de liquiditeiten bij meer dan één conversiekoers kan optreden. Een toeneming van de kasmiddelen van bijvoorbeeld 80 % van het nominale bedrag van de lening kan optreden zowel bij een conversiekoers van 180 %, als bij een conversiekoers van 270 %, 360 % of 450 %.

Ook de toeneming van de liquiditeiten is derhalve primair afhankelijk van de bij een gegeven conversiekoers gestelde omwisselingsverhouding en is dus niet alleen – zoals zou kunnen worden gemeend – afhankelijk van het bedrag aan toebetaling per obligatie.

¹ Vgl. variatie a grafiek II en III.

DE REALISERING VAN ALGEHELE CONVERSIE

In hoofdstuk I werd aangenomen, dat de onderneming, welke gebruik wenst te maken van een converteerbare obligatielening, zich bij de keuze van de conversietechniek zal laten leiden door doelstellingen, welke zij bij algehele conversie wenst te realiseren. De in het vorige hoofdstuk gegeven berekeningen werden in verband daarmee ook gemaakt voor de situatie waarbij algehele conversie wordt bereikt.

De vraag rijst echter of mag worden aangenomen, dat iedere onderneming, welke zich van deze financieringsfiguur bedient, zulks inderdaad doet met het oogmerk om te zijner tijd inderdaad tot volledige omzetting van de obligatielening in eigen middelen te geraken.

Aangezien de onderneming voor wat de realisatie der conversie betreft afhankelijk is van beslissingen van de houders der converteerbare obligaties¹ doet zich nog een tweede vraag voor, namelijk of ingeval door de onderneming daadwerkelijk conversie wordt beoogd, zij daarin ook in alle gevallen zal kunnen slagen.

In dit hoofdstuk zal worden getracht op beide vragen een antwoord te geven. Daarbij kan worden gesteund op hetgeen hieromtrent door verschillende auteurs reeds naar voren is gebracht.

In verband met de eerste vraag moge erop worden gewezen, dat er enige situaties denkbaar zijn, waarin ernstig moet worden betwijfeld of de onderneming, welke converteerbare obligaties uitgeeft inderdaad het aanbrengen van de wijzigingen in haar vermogensstructuur beoogt, welke door de omzetting van de obligaties in aandelen teweeg zou worden gebracht. Bedoeld worden hier met name de omstandigheden, waarin de onderneming haar kansen op

¹ J. L. Mey grondt hierop zelfs zijn zeer ernstige bezwaren tegen het gebruik van de converteerbare obligatie als financieringsvorm. Zie zijn *Leerboek der Bedrijfseconomie* Deel II, 's-Gravenhage 1958, blz. 70. Vgl. ook *Emissie-onderzoek*, 's-Gravenhage 1958, blz. 13 en 14.

het welslagen van een emissie van aandelen nihil ofwel zeer gering acht. Het eerste doet zich voor als haar aandelen beneden pari noteren; het tweede wanneer deze onvoldoende boven pari noteren¹. Het aantal alternatieve financieringsmogelijkheden zal onder dergelijke omstandigheden veelal beperkt zijn en de converteerbare obligatie zal in de regel te prefereren zijn boven de plaatsing van gewone obligaties 'omdat het karakter van de eerste ook de beleggers aantrekt, die voor een lening zonder conversierecht geen belangstelling zouden tonen'².

Wanneer men aldus zijn toevlucht neemt tot de converteerbare obligatie om uit een financiële impasse te geraken en deze financieringsvorm niet kiest uit hoofde van de daaraan verbonden attractieve mogelijkheden voor de onderneming, moet ernstig worden betwijfeld of daadwerkelijke conversie wordt beoogd. Eenzelfde twijfel kan worden geuit ten aanzien van die gevallen, waarin de onderneming van de converteerbare obligatie gebruik maakt louter en alleen om te kunnen profiteren van een gunstige dispositie van de markt voor deze waardepapieren³.

Voor wat de ondernemingen betreft, waarvan de aandelen voldoende boven pari noteren om nieuwe aandelen te kunnen plaatsen, doch welke niettemin voorkeur geven aan financiering door middel van converteerbare obligaties mag worden aangenomen, dat dit slechts als overbruggende tussenfinanciering is bedoeld en dus ook de uiteindelijke transformatie van de obligaties in aandelen wordt beoogd. Er zijn enige belangrijke redenen aan te geven, waarom de voorkeur kan worden gegeven aan deze tussenfinanciering boven een rechtstreekse emissie van aandelen. Zonder hier naar volledigheid te streven mag worden gewezen op het volgende.

De tussenfinanciering biedt tijdelijke besparing van financieringskosten. Aannemende, dat de onderneming er ook bij directe uit-

¹ Vgl. *De Nederlandsche Converteerbare Obligatie*, blz. 91 e.v. en K. A. M. Bogaert: De recente modificatie in de conversietechniek der converteerbare obligaties, in *M.A.B.* november 1960, blz. 433.

² *De Nederlandsche Converteerbare Obligatie*, blz. 91.

³ Vgl. C. F. Scheffer: De converteerbare obligatie als beleggingsobject en financieringsfiguur, in: *Economisch Kwartaaloverzicht van de Amsterdamsche Bank* no. 129, blz. 20. Scheffer meent ook, dat in sommige perioden de uitgifte van deze papieren een 'demonstratie-effect' teweeg brengt en dat de converteerbare obligatie ten dele als mode-verschijnsel moet worden getypeerd. Ook voor de onder die omstandigheden uitgegeven converteerbare obligaties geldt onze twijfel.

breiding van het aandelenkapitaal prijs op stelt om de dividendhoogte te handhaven, spruit bedoeld kostenvoordeel voort uit het verschil tussen de dividendhoogte en het rentepercentage der converteerbare obligatielening gedurende de tijd dat de lening uitstaat. Die rente kan bovendien geheel ten laste van de exploitatierekening worden gebracht en leidt zodoende tot een vermindering van de vennootschapsbelasting. De betekenis van dit kostenvoordeel mag niet worden onderschat. Een door de schrijver dezes hiernaar ingesteld onderzoek, waarin 25 converteerbare obligatieleningen uitgegeven in de jaren 1955 t/m 1957 waren betrokken, heeft uitgewezen dat dit voordeel bij alle onderzochte ondernemingen aanwezig was en varieerde tussen 5 %–40 % van de netto winst in het jaar van uitgifte of het jaar daaraan voorafgaande¹.

Scheffer wijst erop, dat het gebruik van converteerbare obligaties als een overbruggende financieringsmethode met name verantwoord kan zijn, wanneer de investeringen, welke met de nieuwe aangetrokken middelen worden gefinancierd gedurende zekere tijd nog geen bijdrage kunnen leveren tot de rentabiliteit van de onderneming².

Hij merkt voorts op, dat de tussenfinanciering door middel van converteerbare obligaties eveneens aantrekkelijk kan zijn, wanneer via deze de uiteindelijke plaatsing van aandelen op voordeliger condities plaatsvindt dan bij rechtstreekse emissie van aandelen mogelijk zou zijn³.

In dit verband moge gewezen worden op de mogelijkheid om door middel van converteerbare obligaties een hoger agio bij plaatsing van aandelen te bedingen dan bij rechtstreekse plaatsing van aandelen mogelijk kan worden geacht. Tegen rechtstreekse uitgifte van aandelen tegen relatief hoge emissiekoers worden ten onzent in het algemeen bezwaren naar voren gebracht. Deze bezwaren hebben voornamelijk betrekking op een vermeende bevoordeling van andere winstgerechtigden dan aandeelhouders. De redenering luidt, dat door tegen een hoge emissiekoers minder aandelen te plaatsen het primaire dividend een lager bedrag vergt, waardoor de overwinst relatief hoger wordt. Omdat statutair de overige

¹ K. A. M. Bogaert, blz. 432, Diagram a.

² C. F. Scheffer, t.a.p. blz. 9. Vgl. ook: *De Nederlandsche Converteerbare Obligatie*, blz. 92.

³ T.a.p. blz. 9.

winstgerechtigden een vast percentage van de overwinst ontvangen zouden laatstgenoemden dus relatief méér en aandeelhouders relatief minder ontvangen. Voorts is men van oordeel, dat door de statutaire liquidatiebepalingen op het boven pari ontvangen bedrag een claim komt te rusten van tantiëmist.

In het midden latend of deze bezwaren onder alle omstandigheden zijn gegrond¹, spreekt het vanzelf dat zij uiteraard ook gelden wanneer uitgifte tegen hoge emissiekoers geschiedt via de omweg der converteerbare obligaties. Van tijd tot tijd worden dan ook bij dergelijke emissies de gesignaleerde bezwaren eveneens gehoord², doch in het algemeen wordt een hoge emissiekoers 'op termijn' gemakkelijker geaccepteerd dan een directe emissiekoers aanmerkelijk boven pari.

Een nadere verklaring hiervan valt buiten het kader van ons onderzoek. Volstaan moge worden met te constateren, dat het verkrijgen van een hoger agio dan bij directe aandelenemissie mogelijk zou zijn, één van de redenen kan zijn waarom men van de converteerbare obligatie gebruik maakt en welke de veronderstelling rechtvaardigt dat ook metterdaad de omzetting daarvan in aandelen wordt beoogd.

Hiermede moge voor wat de beantwoording van de eerste in dit hoofdstuk aan de orde gestelde vraag betreft, worden volstaan.

Zal dus veelal mogen worden aangenomen, dat de onderneming conversie voorstaat, dit betekent nog geenszins dat het koersverloop van de aandelen altijd zodanig zal zijn dat de conversie voor de houders van de obligaties een aantrekkelijke zaak wordt. De onderneming is derhalve in sterke mate afhankelijk van toevallige markt-omstandigheden en van het gedrag der obligatiehouders, zodat mislukking van wat beoogd werd geenszins uitgesloten behoeft te worden geacht.

De kans op een dergelijke mislukking moet geringer worden geacht naarmate de conversiekoers lager wordt vastgesteld in betrekking tot de beurskoers van de aandelen ten tijde van de uitgifte. Zij kan zelfs te verwaarlozen zijn, wanneer de conversiekoers wordt bepaald op een niveau dat aanzienlijk lager ligt dan de beurskoers

¹ Deze vraag wordt o.i. op een juiste wijze beantwoord in het *beursbericht van de Coöperatieve Centrale Boerenleenbank* d.d. 21 oktober 1960.

² *Het Financiële Dagblad* van 10 december 1959 noemt de converteerbare obligatie van de Stoomspinnerij Twenthe onaantrekkelijk, omdat de bovenbedoelde claim van tantiëmist bij plaatsing van de aandelen à 185 % 30 % zou bedragen.

van de aandelen ten tijde der emissie. Als twee in het oog springende voorbeelden daarvan noemen wij de uitgifte van $4\frac{3}{4}\%$ converteerbare obligaties door de Meelfabrieken der Nederlandse Bakkerij in juli 1960 met een conversiekoers van 300 % bij een aandelenkoers van rond 500 % en de uitgifte van $4\frac{3}{4}\%$ – $5\frac{1}{4}\%$ converteerbare obligaties door Indola in september 1960 met een conversiekoers van 360 % bij een aandelenkoers van rond 640 %. Het is voorts vermeldenswaardig, dat het vaststellen van een conversiekoers beneden de beurskoers symptomatisch moet worden genoemd voor alle uitgiften tussen mei 1960 en december 1960. Het komt ons voor, dat hier van een nieuwe ontwikkeling moet worden gesproken¹. Op de mogelijkheden hiervan werd door Scheffer reeds gewezen in een bespreking van de eerdergenoemde publicatie Emissie-onderzoek².

Ook wanneer de koersontwikkeling niet aan de verwachtingen voldoet ofwel de obligatiehouders bij effectieve conversiemogelijkheden hun obligaties in verband met beoogd koersavans aanhouden zal het tegenwoordig vrijwel steeds mogelijk zijn voor de debitrice om de conversie af te dwingen.

Sinds 1945 komt namelijk in de leningsvoorwaarden van nageoeg alle in Nederland uitgegeven converteerbare obligatieleningen een clause voor, welke dit mogelijk maakt. In deze clause behoudt de onderneming zich het recht voor om onder eventuele verlaging van de conversiekoers tot vervroegde algehele of gedeeltelijke aflossing van de lening over te gaan.³

Sinds 1957 wordt bij enkele leningen de mogelijkheid om de conversiekoers te verlagen zelfs geheel losgemaakt van de vervroegde aflosbaarstelling, doordat debitrice zich het recht voorbehoudt om in overleg met de trustee de conversiekoers tijdelijk of blijvend te verlagen *al dan niet uitsluitend* voor vervroegd aflosbaar gestelde obligaties⁴.

In de leningsvoorwaarden van de vóór 1945 uitgegeven converteerbare obligaties kwam weliswaar ook reeds een clause voor

¹ De uitlating van het bestuur van de N.V. Koninklijke Zwanenberg-Organon op de in april 1961 gehouden aandeelhoudersvergadering dat 'men niet overgegaan was tot een in aandelen converteerbare obligatielening in verband met het feit dat de conversiekoers dan zo ontzettend hoog zou moeten worden' (*Het Financiële Dagblad* 27 april 1961) doet in dit verband wel erg vreemd aan.

² *De Economist* 1958, blz. 734.

³ Zie hiervoor Bervoets en Scheffer in hun eerder aangehaalde publikaties.

⁴ Dit is het eerst gesignaleerd door Scheffer in zijn bijdrage tot het *Economisch Kwartaaloverzicht van de Amsterdamsche Bank* No. 129.

waarin debitrice zich enigermate trachtte te beveiligen tegen het risico van het niet automatisch bereiken van conversie, doch daarin werd slechts het recht voorbehouden om tot vervroegde algehele of gedeeltelijke aflossing over te gaan zonder gelijktijdige verlaging van de conversiekoers. De ondernemingen bleven voor de gebruikmaking van dit recht derhalve nog altijd gebonden aan de ontwikkeling van de beurskoers binnen de gestelde conversieperiode. Door bovengenoemde hierin aangebrachte verfijningen, hebben de debitrices zich als het ware onafhankelijker van deze koersontwikkeling weten te maken.

Als de beurskoers van uitstaande aandelen de oorspronkelijk vastgestelde conversiekoers binnen de conversieperiode niet overschrijdt, kan debitrice immers besluiten tot vervroegde aflossing en verlaging van de conversiekoers of kan zij in sommige gevallen zelfs – zij het na overleg met de trustee – zonder meer overgaan tot verlaging van de conversiekoers.

Het is begrijpelijk dat in de aangebrachte verfijning in de conversievoorwaarden in het algemeen een wijziging wordt gezien, welke het karakter van de converteerbare obligatie in wezenlijke zin heeft beïnvloed. Bervoets heeft hierop als eerste gewezen. Hij stelt dat debitrice vroeger vrij passief stond tegenover het gebruik van het conversierecht door de obligatiehouder. 'Van enige aandrang om het te benutten was geen sprake. Dat is thans veranderd; men bevordert nu veel meer de omstandigheden, waardoor de obligatiehouder ertoe overgaat om van zijn conversierecht gebruik te maken, ja men schept zelfs de voorwaarden, waardoor de obligatiehouder op straffe van verlies van eigen voordeel, practisch wel gedwongen wordt tot conversie over te gaan'¹.

Met Bervoets kan dan ook gesproken worden van de 'moderne converteerbare obligatie'.

Op grond van het voorafgaande menen wij, dat het antwoord op de tweede in dit hoofdstuk gestelde vraag moet luiden, dat de onderneming, welke van de 'moderne converteerbare obligatie' als financieringsvorm gebruik maakt altijd in staat moet worden geacht de conversie ook daadwerkelijk te bewerkstelligen.

Dat zij – wanneer tot verlaging van de conversiekoers wordt overgegaan – daarmee een deel van het te behalen agio prijs geeft is vanzelfsprekend. Dat voorts de omstandigheden zich zodanig

¹ T.a.p. blz. 162.

kunnen hebben gewijzigd, dat de bereiking van de oorspronkelijke gedachte vermogensstructuur niet meer important wordt geacht en dat men zelfs van conversie afziet, doet niets af aan hetgeen in het voorafgaande werd betoogd. Het probleem of en zo ja wanneer de onderneming van de haar ten dienste staande middelen om conversie af te dwingen gebruik zal maken behoeft hier niet aan de orde te worden gesteld. Dit is niet relevant voor de beantwoording van de in dit hoofdstuk gestelde vragen. Wij hebben aan de desbetreffende problematiek aandacht besteed in een eerder genoemd artikel in het M.A.B. van 1958 en Scheffer is hier nader op ingegaan in het Economisch Kwartaaloverzicht van de Amsterdamsche Bank No. 129. Naar deze publikaties moge worden verwezen.

Wel moge worden opgemerkt, dat het vraagstuk van de keuze van de conversietechniek, naar onze mening, ook aan de orde komt wanneer de onderneming om welke reden ook tot wijziging van de conversiekoers overgaat. Het komt ons voor, dat zij zich bij die gelegenheid opnieuw daarover dient te beraden. Tot nog toe werd dit in de praktijk niet gedaan. Op deze kwestie zal in hoofdstuk IX nader worden ingegaan.

NADERE VERKLARING VAN HET GEBRUIK VAN DE VERSCHILLENDE CONVERSIETECHNIEKEN

In hoofdstuk I werd de vraag aan de orde gesteld, door welke motieven de onderneming zich bij de keuze van de conversietechniek zal laten leiden. Daarbij werd van de veronderstelling uitgegaan, dat deze keuze primair verband houdt met de doeleinden welke zij bij algehele conversie wenst te realiseren en dat daarin derhalve een verklaring moet worden gezien voor het gebruik van de verschillende conversietechnieken en de oplossing van het vraagstuk waarvoor zij zich ziet geplaatst¹.

Op grond van de in hoofdstuk IV en V gegeven analyse met betrekking tot de toepasbaarheid van de onderscheiden conversietechnieken en de daarmee te bereiken resultaten, kan een poging worden ondernomen om aan de eerdergenoemde verklaring een nadere inhoud te geven. Deze zal uiteraard slechts betrekking kunnen hebben op die emissies van converteerbare obligaties, waarbij deze obligatievorm als tussenfinanciering wordt gebruikt. Zij geldt derhalve niet voor die gevallen waarvan in hoofdstuk VI werd verondersteld dat daadwerkelijke conversie niet in de bedoeling van de onderneming heeft gelegen.

De in hoofdstuk V gemaakte berekeningen hebben uitgewezen, dat de wijzigingen welke er in de vermogensstructuur en de omvang van het vermogen optreden bij conversie, zeer verschillend zijn, afhankelijk van de bij de gekozen conversiekoers gebruikte conversietechniek en variatie.

Uit de grafieken I t/m III kan worden afgeleid, dat de onderneming door middel van de keuze van een bepaalde conversietechniek en variatie daarvan kan streven naar:

a. een bij de vastgestelde conversiekoers *maximale* toeneming van het geplaatste aandelenkapitaal, de agio-reserve en de liquiditeiten;

¹ Blz. 7.

b. een bij de vastgestelde conversiekoers *minimale* toeneming van het geplaatste aandelenkapitaal en de agio-reserve zonder of met een zo gering mogelijke mutatie in de liquiditeiten;

c. een bij de vastgestelde conversiekoers *evenwichtige* toeneming van het geplaatste aandelenkapitaal, de agio-reserve en de liquiditeiten, waaronder moet worden verstaan een toeneming, welke bij de gekozen conversiekoers is gelegen tussen het realiseerbare maximum en minimum;

A. HET STREVEN NAAR EEN MAXIMALE TOENEMING VAN HET GEPLAATSTE AANDELENKAPITAAL, DE AGIO-RESERVE EN DE LIQUIDITEITEN

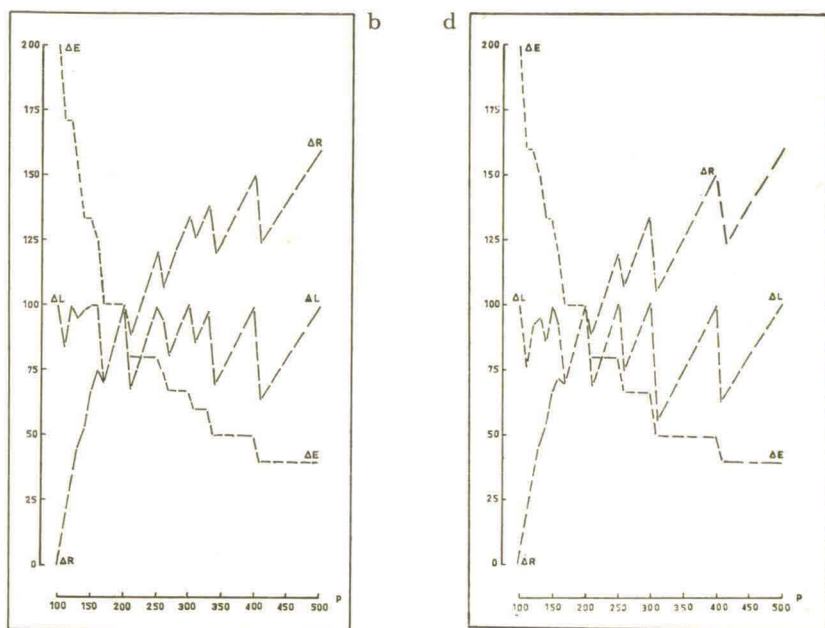
Als de onderneming variatie b of d van de conversietechniek met toebetalingsregeling toepast en daarbij *die* omwisselingsverhouding kiest, waarbij de gekozen conversiekoers ofwel gelijk is aan, danwel zo dicht mogelijk ligt *onder* de in tabel 5 en 7 vermelde maximale conversiekoersen¹ kan daaruit worden geconcludeerd, dat door haar wordt gestreefd naar een maximale toeneming van het geplaatste aandelenkapitaal, de agio-reserve en de liquiditeiten. Immers al zou haar keuzevrijheid ten aanzien van de te hanteren conversietechnieken bij de door haar gekozen conversiekoers niet volledig zijn in die zin, dat zij van alle in principe toepasbare conversietechnieken gebruik zou hebben kunnen maken, dan nog zou de onderneming bij handhaving van de coupures van aandelen en obligaties door het stellen van een andere omwisselingsverhouding in staat zijn geweest om een aanzienlijk geringere toeneming van het geplaatste aandelenkapitaal, de agio-reserve en de liquiditeiten te realiseren. Een vergelijking van de berekende effecten, zoals weergegeven in de grafieken I t/m III, toont aan, dat de te realiseren maxima bij toepassing van bovengenoemde variaties aanzienlijk hoger liggen dan bij de overige conversietechnieken en variaties. Alleen in die gevallen waarin de gekozen conversiekoers ligt tussen 170 % en 200 % is het indifferent of de onderneming zich bedient van variatie a of van de variaties b en d. Hetzelfde kan worden gesteld ten aanzien van variatie c als de gekozen conversiekoers ligt tussen 340 % en 400 %.

Voor wat de bij conversie optredende effecten betreft, maakt het

¹ Vgl. blz. 32 en blz. 36.

voor de onderneming blijkens onderstaande grafiek IV weinig verschil of zij variatie b of variatie d toepast.

Grafiek IV. Realiseerbare doeleinden bij conversie onder toepassing van variatie b en d van de conversietechniek met toebetaling (maximale effecten)



Evenmin maakt het enig verschil uit van welke obligatie- en aandelencoupures de onderneming gebruik maakt, zolang deze althans overeenkomen met de dezerzijds als algemeen gangbaar aangeduide obligatie- en aandelencoupures¹.

Het is in het algemeen niet nodig om nader aan te geven of de onderneming primair een maximale toeneming van de liquiditeiten, van het agio of van het geplaatste aandelenkapitaal nastreeft.

In elk van deze gevallen kunnen de aangegeven technieken

¹ Bij de bepaling van de mogelijkheden, welke de onderneming heeft ten aanzien van de vaststelling van de omwisselingsverhouding werden immers alleen die omwisselingsverhoudingen in de beschouwingen betrokken, welke bij alle door ons als usantieel aangemerkte aandelencoupures kunnen worden gesteld. Vgl. blz. 35.

worden toegepast en treedt een maximale toeneming van de andere grootheden automatisch als nevengevolg op.

Het ligt niet in de bedoeling om een volledige opsomming te geven van de motieven welke aan het streven naar een bepaalde financiële structuur door de onderneming ten grondslag kunnen liggen. Hiertoe zou een afzonderlijke studie noodzakelijk zijn. Enige van deze motieven kunnen echter bij wijze van voorbeeld worden aangegeven.

Naar het voorkomt geldt voor ondernemingen, welke de conversiekoers bij uitgifte van converteerbare obligaties kunnen vaststellen boven 200 %, als belangrijkste reden voor het streven naar een maximale toeneming van het geplaatste aandelenkapitaal, de agio-reserve en de liquiditeiten de wens om de vermogensstructuur onder een zo gering mogelijke toeneming van de dividendplicht aan te passen aan de groei van de onderneming. De verkrijging van aanvullende financieringsmiddelen in de toekomst en de ontvangst van het gehele agio of een zo groot mogelijk deel daarvan in contanten zijn daarbij ons inziens eveneens van belang. Uit de gegeven analyse is immers gebleken, dat

a. bij conversiekoersen boven 200 % het geplaatste aandelenkapitaal onder toepassing van de conversietechniek met toebetalingsregeling op de boven aangegeven wijze (zie grafiek IV) relatief minder sterk toeneemt dan het agio;

b. het totale eigen vermogen $(E + R)$ ¹ afhankelijk van de gekozen conversiekoers met een bedrag variërend tussen 164 % en 200 % van het nominale bedrag van de lening toeneemt; en

c. de liquiditeiten daarbij toenemen met 64 % tot 100 % van het nominale bedrag van de lening. Dit betekent dus dat het agio voor 64 % tot 100 % wordt gerealiseerd in contanten.

De conversietechniek met toebetalingsregeling zal derhalve overeenkomstig de op blz. 64 aangegeven wijze vooral worden toegepast in die gevallen, waarin het nieuw geïnvesteerde vermogen pas op langere termijn tot een vergroting van de winst bijdraagt. In deze gevallen immers lijkt de realisatie van een groot bedrag aan agio aantrekkelijk. De onderneming kan op een in de toekomst gelegen tijdstip, als blijkt dat de nieuwe investeringen inderdaad aan de gestelde winstverwachtingen voldoen, overgaan tot de uitkering

¹ E = geplaatst aandelenkapitaal

R = agio-reserve.

van bonusaandelen ten laste van agio-reserve. Zodoende kan zij op een moment dat zij de situatie beter kan overzien dan op het moment waarop de financieringsbehoefte zich voordeed, overgaan tot een vergroting van het geplaatste aandelenkapitaal¹.

Als de onderneming zich bij een conversiekoers beneden 200 % van genoemde variaties op de op blz. 64 aangegeven wijze bedient, worden door haar o.i. andere doeleinden nagestreefd. Het ligt voor de hand te veronderstellen, dat de onderneming in deze gevallen vooral een maximale toeneming van het geplaatste aandelenkapitaal bij conversie beoogt. Dit streven zou bijvoorbeeld kunnen voortkomen uit de wens om een onderkapitalisatie op te heffen. Als gevolg van een toenemende geldontwaarding en/of door grote winstinhoudingen kan een toestand in de onderneming zijn ontstaan, waarbij het uitstaande nominale aandelenkapitaal te gering moet worden geacht in verhouding tot de bedrijfsomvang, de waarde van het reële kapitaal en de uitgekeerde dividenden. Een dergelijke toestand kan in Nederland in het algemeen niet gemakkelijk worden gecorrigeerd zonder dat hieraan offers van fiscale aard verbonden zijn².

Het is ook denkbaar, dat de onderneming door middel van een bij de gekozen conversiekoers maximale toeneming van het geplaatste aandelenkapitaal een gunstige situatie voor aandeelhouders bij de winstverdeling tracht te bereiken.

Een maximale vergroting van het geplaatste aandelenkapitaal leidt ertoe, dat het primaire dividendbedrag toeneemt, waardoor mogelijk een groter deel van de winst gaat toevloeden naar de aandeelhouders ten koste van de tantiëmisten.

¹ In de periode 1945-1960 kon enige malen worden waargenomen, dat ondernemingen welke volledige (of zelfs gedeeltelijke) conversie hebben bereikt zijn overgegaan tot uitkering van de agio-reserve in de vorm van aandelen. Als voorbeelden hiervan kunnen worden genoemd Unilever (1954 en 1955 25 % in aandelen), Koninklijke Maatschappij 'De Schelde' (1955 10 % in aandelen), Bührmann's Papiergroothandel (1959 20 % in aandelen), Philips Gloeilampenfabrieken (1959 5 % in gewone aandelen aan gewone aandeelhouders en 1 % aan houders van preferente aandelen).

² Vgl. *Weekbericht* van 3 juni 1960, no. 886 van het financieel-economisch bureau van De Twentsche Bank.

B. HET STREVEN NAAR EEN MINIMALE TOENEMING VAN HET GEPLAATSTE AANDELENKAPITAAL EN DE AGIO-RESERVE ZONDER OF MET EEN ZO GERING MOGELIJKE MUTATIE IN DE LIQUIDITEITEN

Als de onderneming bij de gekozen conversiekoers een volledige keuzevrijheid heeft ten aanzien van de toe te passen conversietechnieken (dit zal dus slechts het geval zijn als de onderneming bij het gebruik van gangbare obligatie- en aandelencoupures de conversiekoers bepaalt op één van de in tabel 4 vermelde hoogten), zal, indien zij hierbij gebruik maakt van de conversietechniek zonder toebetalings- of restitutieregeling, hieruit kunnen worden afgeleid, dat zij een minimale toeneming van het geplaatste aandelenkapitaal zonder meer als primair doel nastreeft.

Als de onderneming bij de gekozen conversiekoers een volledige keuzevrijheid heeft ten aanzien van de toe te passen conversietechnieken (dit zal dus wederom alleen het geval zijn als deze overeenstemt met één van de in tabel 4 vermelde conversiekoersen), zal, indien zij hierbij gebruik maakt van variatie b of d van de conversietechniek met toebetalingsregeling, resp. met restitutieregeling en daarbij *die* omwisselingsverhouding kiest, waarbij de gekozen conversiekoers ofwel gelijk is aan, dan wel zo dicht mogelijk ligt *boven* de in tabel 5 en 7 vermelde *minimale* conversiekoersen, resp. *die* omwisselingsverhouding bepaalt, waarbij de gekozen conversiekoers ofwel gelijk is aan, dan wel zo dicht mogelijk ligt *onder* de in tabel 8 en 9 vermelde *maximale* conversiekoersen, zal hieruit mogen worden afgeleid, dat de onderneming tevens een zo gering mogelijke toeneming of afneming van de liquiditeiten bij conversie heeft beoogd.

De toeneming, resp. afneming van de kasmiddelen kan daarbij, hoewel minimaal van omvang, nog vrij grote proporties aannemen. Deze varieert namelijk afhankelijk van de gekozen conversiekoers tussen + 2 % en + 32 % van het nominale bedrag van de lening voor wat de toeneming betreft en tussen — 2 % en — 25 % van dit bedrag voor wat de afneming betreft¹.

Als de onderneming geen gebruik kan maken van de conversie-

¹ Vgl. grafiek III, blz. 53.

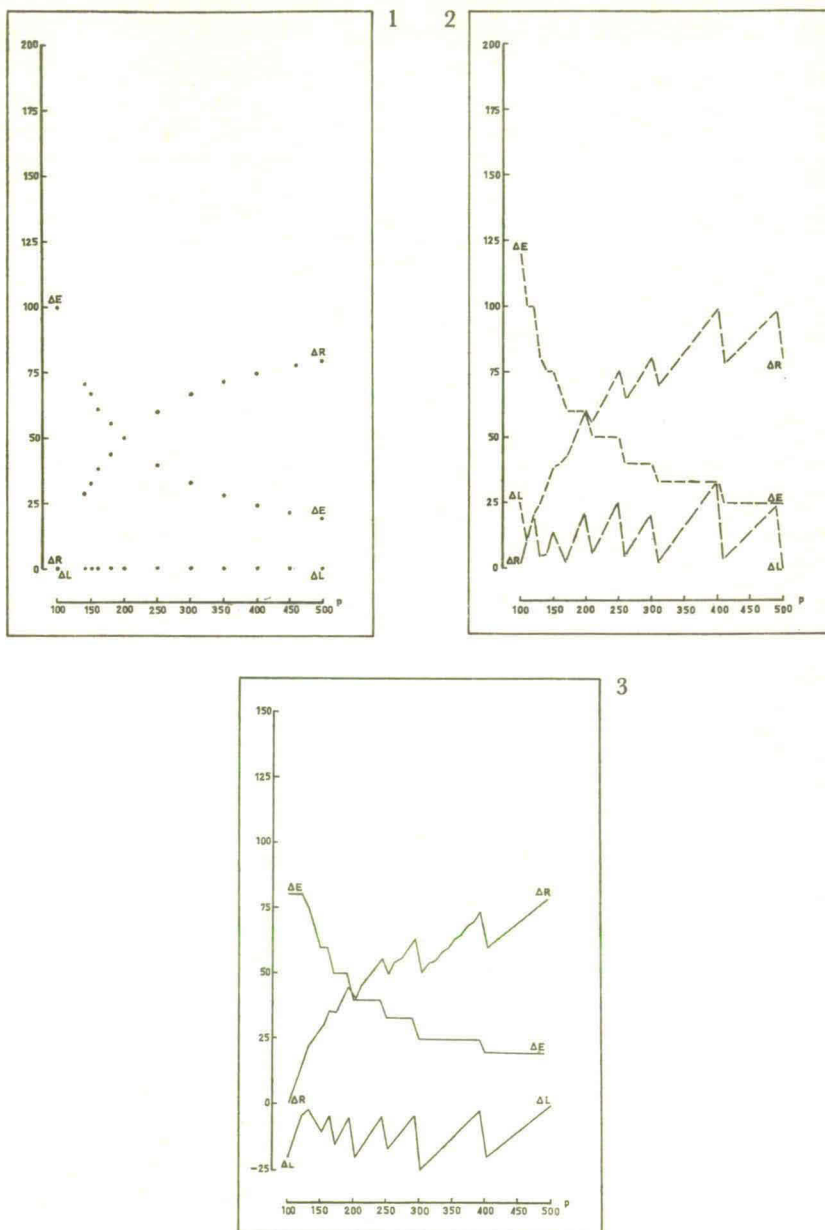
techniek zonder toebetalings- of restitutieregeling is zij wel noodzaak om ter bereiking van het gestelde doel op de bovenaangegeven wijze gebruik te maken van één van de genoemde variaties van de conversietechniek met toebetalings- of restitutieregeling. Het doel van de onderneming blijft dan weliswaar een zo gering mogelijke toeneming van het geplaatste aandelenkapitaal bij conversie, doch dit doel zal onder de gegeven omstandigheden slechts te verwezenlijken zijn door een zekere – zij het zo gering mogelijk – toeneming, resp. afneming van de liquiditeiten op de koop toe te nemen. Het gebruik van de variaties b en d van resp. de conversietechniek met toebetalingsregeling of restitutieregeling mag in dergelijke gevallen dus niet alleen worden afgeleid uit de bij conversie optredende effecten, doch houdt ten dele tevens verband met de beperkte toepasbaarheid van de conversietechniek waarbij de conversie met gesloten beurzen plaatsvindt. Eerder werd erop gewezen¹, dat de toepasbaarheid van deze conversietechniek beperkt moet worden geacht als gevolg van restricties, welke voortspruiten uit de coupures waarin obligaties en aandelen gemeenlijk voorkomen en als gevolg van restricties met betrekking tot het aantal bij de uitoefening van het conversierecht benodigde obligaties. Het gebruik van de genoemde variaties zal bij een beperkte keuzevrijheid ten aanzien van de te hanteren conversietechnieken daarom mede moeten worden verklaard uit de wens van de onderneming om de omwisselingsverhouding aan te passen aan de bij de onderneming in gebruik zijnde aandelencoupures en de wens om te voorkomen dat het aantal bij conversie benodigde obligaties te groot zou worden.

Grafiek V vermeldt nog eens de effecten welke optreden bij toepassing van de sub B genoemde vaststellingswijzen van de conversiekoers.

Om wille van de duidelijkheid werden in deze grafieken voor elk van de onderscheiden conversietechnieken alleen de optredende effecten bij toepassing van variatie b hiervan opgenomen. Voor wat de conversietechniek zonder toebetalings- of restitutieregeling betreft wijken deze in het geheel niet af van die welke optreden bij toepassing van één van de andere variaties. Voor wat de overige conversietechnieken betreft wijken deze daarvan slechts in geringe mate af.

¹ Zie hoofdstuk III.

Grafiek V. Realiseerbare doeleinden bij conversie onder toepassing van variatie b van de conversietechniek zonder toebetalings- of restitutieregeling (1), met toebetalingsregeling (2) en met restitutieregeling (3) (minimale effecten).



Met Scheffer zijn wij van oordeel, dat de belangrijkste reden welke ten grondslag ligt aan het streven van de onderneming naar een minimale toeneming van het geplaatste aandelenkapitaal is gelegen in de wens van de onderneming om het bedrag aan dividenduitkeringen onder handhaving van het dividendpercentage in de toekomst tot een minimum te beperken¹.

Scheffer stelt: 'De financiële politiek van vele N.V.'s is tegenwoordig niet zelden gericht op handhaving van het dividendpercentage of dividendbedrag per aandeel, ook na verhoging van het geplaatste kapitaal en daarmee ook op het voorkomen van een inzinking van de beurskoers tengevolge der kapitaaluitbreiding. De motieven voor een dergelijke politiek moeten gezocht worden in het streven naar het open houden van de toegang tot de emissiemarkt. Onder die omstandigheden zal de onderneming zonder twijfel voorkeur hebben voor een zo gering mogelijk nominaal kapitaal. De dividendbetaling heeft voor haar de betekenis van financieringskosten – beslaglegging op een deel van de inkomensstroom – en bij gelijk dividendpercentage zal men in ieder geval deze zo laag mogelijk willen houden. Hoe geringer de vergroting van het nominale aandelenkapitaal zal zijn, hoe gemakkelijker men in staat zal zijn de rendementseis daarvan te handhaven. Het streven naar het bereiken van een minimale toeneming van het nominale kapitaal kan dan hieruit worden verklaard.'¹

Wij menen voorts te mogen aannemen, dat vooral die ondernemingen naar een minimale toeneming van het geplaatste aandelenkapitaal bij conversie zullen streven, welke een in het geheel niet of weinig expanderend karakter hebben.

Uit de gegevens van grafiek V kan namelijk worden afgeleid, dat de toeneming van het eigen vermogen ($\Delta E + \Delta R$) bij conversie, globaal beschouwd, ongeveer gelijk is aan het nominale bedrag van de converteerbare obligatielening. Het betreft hier derhalve ondernemingen welke door middel van de uitgifte van converteerbare obligaties geen sterke vermogensuitbreiding in de toekomst beogen, doch die er om één van de door ons in het vorige hoofdstuk genoemde redenen de voorkeur aan geven om een zich voordoende financieringsbehoefte tijdelijk door middel van langdurig tijdelijk vermogen in de vorm van converteerbare obligaties te dekken.

¹ T.a.p. blz. 16.

C. HET STREVEN NAAR EEN EVENWICHTIGE TOENEMING VAN
HET GEPLAATSTE AANDELENKAPITAAL, DE AGIO-RESERVE
EN DE LIQUIDITEITEN

Als de onderneming gebruik maakt van variatie a van de conversietechniek met toebetalingsregeling bij een gekozen conversiekoers welke is gelegen tussen 110 % en 170 %, mag worden aangenomen, dat de onderneming een toeneming van het geplaatste aandelenkapitaal, de agio-reserve en de liquiditeiten heeft beoogd, welke is gelegen tussen het realiseerbare maximum en minimum. Dit volgt zonder meer uit de gegevens van grafiek I, waaruit blijkt, dat de onderneming bij de genoemde conversiekoersen door het gebruik van variatie b zowel een grotere als kleinere toeneming daarvan zou hebben kunnen bereiken. Hetzelfde kan worden gesteld, in het geval de onderneming gebruik maakt van variatie c van de conversietechniek met toebetalingsregeling bij conversiekoersen gelegen tussen 251 % en 340 % en in het geval dat zij één van de variaties b of d van deze conversietechniek toepast bij conversiekoersen gelegen tussen 101 % en 500 %, op voorwaarde dat zij bij de gekozen conversiekoers een omwisselingsverhouding kiest, waarbij de gekozen conversiekoers *niet* gelijk is aan en evenmin zo dicht mogelijk ligt *onder resp. boven* de in tabel 5 en 7 vermelde *maximale en minimale* conversiekoersen.

De motieven, welke ten grondslag kunnen liggen aan de realisatie van dit doel, zullen naar het voorkomt onder meer in verband staan met de wens van de onderneming om het geplaatste aandelenkapitaal bij conversie niet sterker te doen toenemen dan verantwoord wordt geacht om de rendementsbasis daarvan te kunnen handhaven¹.

Het spreekt vanzelf, dat de onderneming, welke geen maximale en ook geen minimale toeneming van het geplaatste kapitaal beoogt, bij de gekozen conversiekoers diverse mogelijkheden ter beschikking staan, zoals uit het in tabel 10 gegeven voorbeeld met betrekking tot de koers van 160 % moge blijken.

¹ Vgl. P. P. van Berkum: De kapitalisatie van de Naamloze Vennootschap, in: *De Naamloze Vennootschap*, Febr./Mrt. 1953.

Tabel 10. *Realiseerbare toenemingen van het geplaatste aandelenkapitaal bij een conversiekoers van 160%, gelegen tussen het realiseerbare maximum en minimum*

conversie- techniek en variatie	omwisselings- verhouding	toeneming geplaatst aandelen- kapitaal ¹	toeneming agio- reserve ¹	toeneming of afnemng liquidi- teiten ¹
2a	(1·1000) : (1·1000)	100 %	60 %	60 %
2b	(5·1000) : (4·1000)	80 %	48 %	28 %
	(4·1000) : (3·1000)	75 %	45 %	20 %
2d	(1·1000) : (2·500)	100 %	60 %	60 %
	(1·1000) : (10·100)			
	(2·500) : (1·1000)			
	(1·500) : (5·100)			
2d	(5·1000) : (8·500)	80 %	48 %	28 %
	(1·1000) : (8·100)			
	(5·500) : (2·1000)			
	(1·500) : (4·100)			
3b	(5·1000) : (3·1000)	60 %	36 %	— 4 %
	(2·1000) : (1·1000)	50 %	30 %	— 20 %

¹ in procenten van het nominale bedrag van de lening.

Aan de hand van de in dit hoofdstuk gegeven verklaringen omtrent de doelstelling van de onderneming bij algehele conversie kunnen de beweegredenen worden afgeleid, welke moeten hebben gegolden bij de keuze van de conversietechniek en variatie bij 50 van de 54 in de periode van onderzoek uitgegeven converteerbare obligatieleningen. Deze beweegredenen worden in tabel 11 vermeld.

Vier obligatieleningen bleven om de volgende redenen buiten beschouwing. De $4\frac{3}{4}$ % converteerbare obligatielening ten laste van de Koninklijke Luchtvaart Maatschappij, uitgegeven in 1959, werd uitgesloten, omdat de desbetreffende emissie en de modaliteiten daarvan werden aangepast aan Amerikaanse omstandigheden. De $3\frac{1}{2}$ % converteerbare obligatielening ten laste van de N.V. Koninklijke Nederlandsche Petroleum Maatschappij, uitgegeven in 1951, werd uitgesloten, omdat de conversiekoers bij deze lening ten dele tot stand werd gebracht door een restitutie in de vorm van onderobligaties. Ten aanzien van twee andere ondernemingen werd overeenkomstig het gestelde op blz. 57, in twijfel getrokken of zij

converteerbare obligaties hebben uitgegeven met het oogmerk om te zijner tijd werkelijk conversie te bereiken, zulks omdat de koers der uitstaande aandelen ten tijde van de uitgifte van de lening der obligaties onvoldoende boven pari noteerde om een rechtstreekse emissie van aandelen met succes te kunnen volbrengen¹. Zij zijn eveneens buiten beschouwing gelaten.

Uit de gegevens van tabel 11 kan worden afgeleid, dat de conversietechniek zonder toebetaling of restitutie in 12 van de 50 onderzochte gevallen werd toegepast². In al deze gevallen zou overeenkomstig de opgestelde verklaring zijn gestreefd naar een minimale toeneming van het geplaatste aandelenkapitaal bij conversie. In 10 andere gevallen werd daartoe, blijkens tabel 11, één van de variaties b, c of d van de conversietechniek met toebetalingsregeling gebruikt³. In 9 gevallen werd variatie a van de conversietechniek met toebetalingsregeling toegepast⁴. Overeenkomstig de gegeven verklaring moet dit zijn geschied ter bereiking van een evenwichtige toeneming van het geplaatste aandelenkapitaal, de agio-reserve en de liquiditeiten. In 11 andere gevallen werd ter realisering van dit doel één van de andere variaties van deze techniek toegepast⁵. In 5 gevallen werd variatie a van de conversietechniek met toebetalingsregeling gehanteerd⁶. Daarvan moet worden aangenomen dat dit is geschied ter bereiking van een maximale toeneming van het geplaatste aandelenkapitaal, de agio-reserve en de liquiditeiten. In 3 andere gevallen werd daartoe één van de overige variaties van deze techniek gebruikt⁷.

¹ Wij zijn ons bewust, dat het zeer moeilijk is om een algemene grens te stellen ten aanzien van de mate waarin de aandelenkoers boven pari zou moeten noteren om een emissie van aandelen met succes te kunnen volbrengen. De kans van slagen van een dergelijke emissie is uiteraard van meer factoren afhankelijk (bijv. de financiële positie en het dividendverleden van de onderneming, de beleggingsgeneigdheid in risicodragende fondsen, de algemene situatie waarin de aandelenmarkt verkeert, etc.). Veiligheidshalve werd door ons als grens een minimum van 125 % aangenomen. Deze limiet wordt ook genoemd op blz. 90 van de publikatie van de Stichting voor Economisch Onderzoek der Universiteit van Amsterdam.

² No's 3, 4, 11, 17, 18, 19, 20, 21, 23, 29, 32 en 47.

³ No's 7, 10, 24, 25, 27, 37, 38, 44, 46 en 49.

⁴ No's 1, 2, 5, 6, 8, 9, 12, 48 en 50.

⁵ No's 14, 28, 30, 33, 34, 35, 36, 39, 40, 41 en 45.

⁶ No's 13, 15, 16, 22 en 26.

⁷ No's 31, 42 en 43.

Tabel 11. *Afgeleide beweegredenen voor het gebruik van verschillende conversietechnieken en variaties bij de in de periode 1945-1960 uitgegeven converteerbare obligatieleningen*

code nummer	componenten van de conversiekoers					con- versie- tech- niek	beweegreden volgens de gegeven berekeningen								
	α	β	B	S	C		maximale toeneming van			minimale toeneming van			evenwichtige toeneming van		
							E^1	R^1	L^1	E	R	L	E	R	L
1	1	1	1000	1000	500	2a							x	x	x
2	1	1	1000	1000	500	2a							x	x	x
3	3	2	1000	1000	—	1b				x					
4	3	1	500	1000	—	1d				x					
5	1	1	1000	1000	500	2a							x	x	x
6	1	2	1000	500	600	2a							x	x	x
7	3	2	1000	1000	66,67	2b				x					
8	1	1	1000	1000	600	2a							x	x	x
9	1	1	1000	1000	600	2a							x	x	x
10	3	1	500	1000	33,33	2d				x					
11	1	2	1000	300	—	1d				x					
12	1	1	1000	1000	650	2a							x	x	x
13	1	1	1000	1000	700	2a	x	x	x						
14	1	1	1000	500	110	2b							x	x	x
15	1	1	1000	1000	1000	2a	x	x	x						
16	1	1	1000	1000	1000	2a	x	x	x						
17	2	1	1000	1000	—	1b				x					
18	2	1	700	700	—	1b				x					
19	2	1	1000	1000	—	1b				x					
20	2	1	1000	1000	—	1b				x					
21	2	1	250	250	—	1b				x					
22	1	1	1000	1000	1000	2a	x	x	x						
23	1	5	1000	100	—	1d				x					
	1	5	1000	100	125	2d				x	x	x			
	1	5	1000	100	250	2d							x	x	x
24	1	1	1000	500	75	2c				x					
25	2	1	1000	1000	275	2b				x					
26	1	1	1000	1000	1250	2a	x	x	x						
27 ²	1	1	1000	250	125	2d				x					
	1	2	1000	250	100	2d				x					
	1	1	1000	500	200	2c							x	x	x
29	1	4	1000	100	—	1d				x					
30	2	1	1000	1000	250	2b							x	x	x
31 ²	1	1	1000	750	875	2c			x						
32 ²	1	1	500	200	—	1d				x					
33	1	1	1000	500	250	2c							x	x	x
34	2	5	1000	200	250	2d							x	x	x
35	1	1	1000	500	250	2c							x	x	x
36	2	1	1000	1000	300	2b							x	x	x
37	5	2	1000	1000	100	2b				x					
38 ²	8	1	100	300	3,125	2d				x					
39	2	1	1000	1000	425	2b							x	x	x
40	5	2	1000	1000	200	2b							x	x	x
41	1	1	1000	500	500	2c							x	x	x
42	2	1	1000	1000	700	2b	x	x	x						
43	1	1	1000	500	750	2c	x	x	x						
44	1	3	1000	100	80	2d				x					
45	3	1	1000	1000	333,33	2b							x	x	x
46	2	1	1000	1000	1300	2b			x						
47	2	1	1000	1000	-125	3b				x					
	2	1	1000	1000	—	1b				x					
48	1	2	1000	500	600	2a							x	x	x
	1	2	1000	500	700	2a							x	x	x
49	1	1	1000	500	125	2c				x					
50	1	1	1000	1000	450	2a							x	x	x

¹ E = geplaatst aandelenkapitaal, R = agio-reserve, L = liquiditeiten.

² bij afwijkende obligatie- en aandelencoupons werden de toepasbaarheid en effecten vastgesteld aan de hand van de op blz. 44, 48, 51 en 52 vermelde formules.

TOETSING VAN DE GEGEVEN VERKLARING
VAN HET GEBRUIK VAN DE
CONVERSIETECHNIEKEN

Teneinde de in het vorige hoofdstuk gegeven beweegredenen tot het gebruik van de verschillende conversietechnieken en variaties te toetsen aan de wijze van handelen in de praktijk, werd dezerzijds een enquête ingesteld naar de motieven, welke hebben gegolden bij de Nederlandse ondernemingen, welke in de periode 1945–1960 converteerbare obligatieleningen hebben uitgegeven.

De volgende vragen werden daarbij ter beantwoording voorgelegd:

1. Hebt U aan de gekozen wijze van vaststelling der conversiekoers voorkeur gegeven boven andere vaststellingswijzen, teneinde daarmee bepaalde financiële doeleinden bij conversie te verwezenlijken? (ja/nee).

2. Zo ja, welke van de nevenvermelde doeleinden waren dat?

- a. maximale toeneming na algehele conversie van
 - het nominale aandelenkapitaal
 - het agio
 - de liquiditeiten
- b. minimale toeneming na algehele conversie van
 - het nominale aandelenkapitaal
 - het agio
 - de liquiditeiten
- c. evenwichtige toeneming van algehele conversie van
 - het nominale aandelenkapitaal
 - het agio
 - de liquiditeiten¹

¹ Hoewel het ook mogelijk is, dat de onderneming door middel van de keuze van een bepaalde conversietechniek en variatie daarvan streeft naar een evenwichtige toeneming van het geplaatste aandelenkapitaal en de agioreserve gepaard gaande met een *afneming* van de liquiditeiten werden hieromtrent in

3. Kunt U nader aangeven, om welke reden U de sub 2 bedoelde doeleinden wenst(e) te verwezenlijken?

a. ter bereiking van een meer evenwichtige verhouding tussen eigen vermogen en vreemd vermogen

b. ter verkrijging van aanvullende financieringsmiddelen in de toekomst

c. in verband met een minimale toeneming van de voor dividendbetaling benodigde bedragen

d. in verband met de wens het gehele agio of een zo groot mogelijk deel daarvan in de vorm van liquiditeiten te ontvangen

e. in verband met . . .

4. Indien U de gestelde omwisselingsverhouding niet hebt gekozen ter realisering van bepaalde financiële doeleinden bij conversie, welke motieven hebben dan bij deze keuze gegolden?

a. om de omwisseling met gesloten beurzen te laten plaatsvinden

b. om de omwisselingsverhouding aan te passen aan de bij Uw N.V. in gebruik zijnde aandelencoupures

c. om te voorkomen dat het bedrag der bijstorting te groot zou worden

d. om te voorkomen dat het aantal voor conversie benodigde obligaties te groot zou worden

e. omdat . . .

Bovengenoemde vragenlijst werd aan 50 van de 54 ondernemingen, welke in de periode 1945-1960 converteerbare obligaties hebben uitgegeven, toegezonden. Vier ondernemingen werden van de enquête uitgesloten om de op blz. 73 genoemde redenen.

Het merendeel van de benaderde ondernemingen, te weten 40 van de 50 (waarvan sommige na rappel), bleek bereid op ons verzoek te reageren door ofwel tot het invullen van het haar toegezonden vragenformulier over te gaan, danwel door zodanige schriftelijke informaties te verstrekken, dat een voldoende inzicht kon worden verkregen in de beweegredenen welke tot het gebruik van een bepaalde conversietechniek en variatie hebben geleid.

Van de 10 ondernemingen, waarvan geen informaties konden

de enquête geen vragen gesteld, omdat in de periode van onderzoek slechts door één onderneming bij een variabele conversiekoers van de conversietechniek met restitutieregeling gebruik werd gemaakt.

worden verkregen, waren er twee die mededeelden, dat de gewenste inlichtingen door haar niet konden worden verstrekt om redenen van geheimhouding.

Onder de 40 ondernemingen, welke aan ons verzoek voldeden waren er 6 uit wier beantwoording wij hebben gemeend te moeten afleiden, dat zij zich bij de uitgifte van de converteerbare obligaties niet verdiept hebben in de mogelijkheden, welke door toepassing van verschillende technieken en variaties worden geboden. Daardoor wordt de indruk verkregen, dat deze ondernemingen zich de consequenties van de algehele conversie evenmin voldoende hebben gerealiseerd.

Dit brengt derhalve aan het licht, dat het vraagstuk van de conversietechniek in de praktijk niet altijd leeft. Dit moge wellicht teleurstellend zijn in het kader van ons onderzoek, de constatacie op zichzelf achten wij niettemin toch van betekenis.

Met betrekking tot de resterende 34 gevallen zal worden nagegaan of de door de ondernemingen opgegeven beweegredenen voor de keuze van de conversietechniek en variatie daarvan al dan niet overeenstemmen met hetgeen dezerzijds in hoofdstuk VII werd afgeleid¹.

De beantwoording van de enquête door de desbetreffende ondernemingen wordt op overzichtelijke wijze weergegeven in tabel 12.

Omdat ons door het overgrote deel van de benaderde ondernemingen met nadruk werd verzocht van de verstrekte informatie op discrete wijze gebruik te maken, werden in deze tabel geen namen van ondernemingen vermeld, doch werden deze met hetzelfde nummer aangeduid, als in tabel 11. In de laatste kolom van tabel 12 wordt door middel van een plusteken, resp. minteken aangegeven in hoeverre deze beweegredenen met elkaar overeenstemmen of van elkaar afwijken.

Uit de gegevens van tabel 12 (zie blz. 80 en 81) kan worden afgeleid, dat in 21 van de 34 gevallen, de door de onderneming opgegeven motieven voor het gebruik van een bepaalde conversietechniek en variatie daarvan, overeenstemmen met de beweegredenen welke door ons werden afgeleid.

Het betreft hier:

a. alle gevallen (4), te weten de nos. 3, 18, 19 en 47, waarin de

¹ Zie tabel 11, blz. 75.

ondernemingen de conversiekoersen bij een gelijke nominale waarde van obligaties en aandelen tot stand hebben gebracht door de conversietechniek zonder toebetalingsregeling of restitutie (1b)¹;

b. 7 van de 12 gevallen, te weten de nos. 2, 5, 6, 8, 13, 15 en 48, waarin de ondernemingen gebruik hebben gemaakt van de conversietechniek met toebetalingsregeling en daarbij de omwisselingsverhouding hebben vastgesteld op één (2a);

c. 7 van de 10 gevallen, te weten de nos. 30, 36, 39, 40, 42, 45 en 46, waarin de ondernemingen de resp. conversiekoersen bij een gelijke nominale waarde van obligaties en aandelen tot stand hebben gebracht door de conversietechniek met toebetalingsregeling (2b);

d. 2 van de 4 gevallen, te weten de nos. 31 en 49, waarin de ondernemingen de resp. conversiekoersen bij gelijke conversiecoëfficiënten tot stand hebben gebracht door toepassing van de conversietechniek met toebetalingsregeling (2c);

e. 1 van de 3 gevallen, te weten no. 38, waarin de onderneming bij een ongelijke grootte van obligatie- en aandelencoupons en conversiecoëfficiënten, gebruik heeft gemaakt van de conversietechniek met toebetalingsregeling (2d).

In 13 gevallen wijken de door de ondernemingen opgegeven beweegredenen dus af van die welke in hoofdstuk VII werden afgeleid.

Het betreft hier één geval, te weten no. 11, waarin de onderneming bij afwijkende obligatie- en aandelencoupons en ongelijke conversiecoëfficiënten de conversietechnieken zonder toebetalingsregeling of restitutie heeft toegepast (1d). In alle resterende gevallen, te weten de nos. 1, 7, 9, 10, 12, 16, 25, 26, 33, 34, 37 en 43, werd één van de variaties van de conversietechniek met toebetalingsregeling gebruikt (vgl. sub. b t/m e).

In het onderstaande zal op de waargenomen afwijkingen nader worden ingegaan. Het blijkt daarbij niet nodig te zijn dit voor elk der geconstateerde afwijkingen te doen, omdat deze in 10 van de

¹ Opgemerkt dient te worden dat de conversiekoers zich bij één van deze ondernemingen volgens vooraf overeengekomen voorwaarden tijdens de looptijd van de lening wijzigt. Deze koersen werden resp. tot stand gebracht door variatie b van de conversietechniek met restitutieregeling en variatie b van de conversietechniek zonder toebetalingsregeling of restitutie. In beide gevallen echter is de toeneming van het geplaatste aandelenkapitaal bij conversie even groot en minimaal.

Tabel 12. Door de geënquêteerde ondernemingen opgegeven beweegredenen voor het gebruik van verschillende conversietechnieken en variaties daarvan

code no.	con- versie- techniek	maximale toeneming van			minimale toeneming van			evenwichtige toeneming van			evenwichtige verhouding eigen en vreemd vermogen	aanvullende finan- cieringsmiddelen in de toekomst	minimale toeneming van de dividendbetaling
		E	R	L	E	R	L	E	R	L			
1	2a		x	x	x						x	x	x
2	2a							x	x	x		x	
3	1b				x								x
5	2a							x	x	x		x	
6	2a							x					
7	2b	x	x	x				x		x	x		
8	2a							x		x		x	
9	2a		x	x	x							x	
10	2d							x			x		
11	1d							x	x	x			
12	2a												
13	2a	x	x	x									
15	2a	x	x	x								x	
16	2a							x		x	x	x	
18	1b				x								x
19	1b				x								
25	2b												
26	2a							x	x	x		x	
30	2b							x	x	x		x	x
31	2c			x								x	
33	2c		x	x	x							x	x
34	2d		x	x	x							x	x
36	2b							x				x	
37	2b							x	x	x	x	x	
38	2d				x								x
39	2b							x			x		x
40	2b							x			x		
42	2b			x									
43	2c		x	x				x				x	x
45	2b							x	x	x	x		
46	2b			x									
47	3b				x						x	x	
	1b				x						x	x	
48	2a							x	x	x		x	
49	2c							x			x		

¹ de beursnotering der certificaten van aandelen ten tijde van uitgifte en het te verwachten verloop daarvan

² geleidelijke toeneming van dividendverplichting.

zo groot mogelijk deel van het agio in liquiditeiten	×	×	×	×	×	×	×
andere motieven					×	×	×
omwisseling met gesloten beurzen		×					
aanpassing van aandencoupons in N.V.			×	×			
te voorkomen dat het bedrag aan bijstorting te groot zou worden			×				
te voorkomen dat aantal obligaties te groot wordt							
andere motieven							
overeenstemming (+) afwijking (—) met tabel II	+	+	+	+	+	+	+

12 gevallen, te weten de nos. 1, 7, 9, 10, 16, 26, 33, 34, 37 en 43 tot dezelfde oorzaak zijn terug te voeren.

Deze oorzaak is o.i. daarin gelegen, dat de ondernemingen de bij de gekozen conversiekoersen vastgestelde omwisselingsverhoudingen niet hebben afgestemd op de doeleinden, welke zij voor-geven, bij algehele conversie te hebben willen verwezenlijken.

Zo vermelden twee ondernemingen (nos. 1 en 9) in haar antwoord, dat zij bij een conversiekoers van resp. 150 % en 160 % gebruik hebben gemaakt van de conversietechniek met toebetalings-regeling en daarbij de omwisselingsverhouding hebben bepaald op één, om daarmee een *minimale* toeneming van het geplaatste aandelenkapitaal en een *maximale* toeneming van het agio en de liquiditeiten bij conversie te realiseren.

De voorgegeven bedoelingen zijn in tweeërlei opzicht in tegen-spraak met de conclusies van de gemaakte berekeningen in hoofdstuk VII.

In de eerste plaats treedt, indien variatie a van de conversietechniek met toebetalingsregeling bij conversiekoersen tussen 110 % en 170 % wordt toegepast, volgens de uitgevoerde berekeningen een toeneming van het geplaatste aandelenkapitaal bij conversie op, welke is gelegen tussen de minimaal en maximaal realiseerbare toeneming¹. In de tweede plaats heeft de analyse uitgewezen, dat een minimale toeneming van het geplaatste aandelenkapitaal altijd gepaard gaat met een minimale toeneming van de agio-reserve en de liquiditeiten. Het moet dus uitgesloten worden geacht, dat een minimale toeneming van het geplaatste aandelenkapitaal en een maximale toeneming van de liquiditeiten tegelijkertijd kunnen worden verwezenlijkt.

Twee andere ondernemingen (nos. 33 en 34) geven in haar antwoord te kennen door middel van resp. variatie c en d van de conversietechniek met toebetalingsregeling een *minimale* toeneming van het geplaatste aandelenkapitaal en een *maximale* toeneming van de agio-reserve en de liquiditeiten te hebben willen bewerkstelligen. Eén onderneming (no. 43) stelt, dat door haar van variatie c van de conversietechniek met toebetalingsregeling gebruik werd gemaakt om daarmee een maximale toeneming van de agio-reserve en de liquiditeiten en een tussen het realiseerbaar maximum en minimum gelegen toeneming van het geplaatste aandelenkapitaal

¹ Blz. 72.

te bereiken. Ook ten aanzien van deze gevallen dient derhalve te worden opgemerkt, dat de desbetreffende doeleinden niet tegelijkertijd kunnen worden verwezenlijkt.

Vier andere ondernemingen, te weten de nos. 10, 16, 26 en 37 deelden mede door middel van de conversietechniek met toebetalingsregeling te hebben gestreefd naar een evenwichtige toeneming van het geplaatste aandelenkapitaal, de agio-reserve en de liquiditeiten; één onderneming no. 7 beoogde een maximale toeneming hiervan.

Volgens de uitgevoerde berekeningen zal de toeneming van deze grootheden op grond van de bij de conversiekoersen vastgestelde omwisselingsverhouding voor de nos. 7, 10, 16 en 37 echter minimaal en in een ander geval (no. 26) maximaal zijn als algehele conversie wordt bereikt.

Voor elk van deze gevallen kan nauwkeurig worden aangegeven welke conversietechniek en variatie, alsmede welke omwisselingsverhouding de resp. ondernemingen zouden hebben moeten gebruiken om de effecten bij conversie te bereiken, welke zij voor-geven te hebben willen verwezenlijken. Daarvan moge in het onderstaande een voorbeeld worden gegeven, waarvoor als cijfermatig uitgangspunt een der waargenomen afwijkingen zal dienen.

Door ons werd daarvoor gekozen het geval, waarin de onderneming (no. 7) mededeelde variatie b van de conversietechniek met toebetalingsregeling te hebben gehanteerd om daarmee een maximale toeneming van het geplaatste aandelenkapitaal, de agio-reserve en de liquiditeiten te bewerkstelligen. De conversiekoers werd door haar bepaald op 160 %; als omwisselingsverhouding werd daarbij gesteld $(3 \cdot 1.000) : (2 \cdot 1.000)$, zodat het bedrag aan bijstorting in contanten werd bepaald op f 200,— per 3 obligaties van f 1.000,—.

In het geval deze onderneming algehele conversie bereikt, kan worden berekend, dat de volgende wijzigingen in haar vermogensstructuur, resp. vermogensomvang zullen plaatsgrijpen. Evenals in alle voorgaande beschouwingen worden de desbetreffende wijzigingen ook hier uitgedrukt in procenten van het nominale bedrag van de lening.

a. het geplaatste aandelenkapitaal zal toenemen met 66,7 %

$$\left(\Delta E = 100 \frac{\beta S}{aB} \right)$$

b. de agio-reserve zal toenemen met 40 % ($\Delta R = \varepsilon \Delta E$)

c. de liquiditeiten zullen toenemen met 6,7 % $\left(\Delta L = \frac{100C}{B} \right)$.

De bedoelde toenemingen moeten op grond van de in hoofdstuk V uitgevoerde berekeningen, bij de gestelde conversiekoers worden aangemerkt als minima¹.

Aan de hand van de daarin gegeven berekeningen kan worden aangetoond dat de desbetreffende onderneming een aanzienlijk grotere toeneming van het geplaatste aandelenkapitaal, de agio-reserve en de liquiditeiten zou hebben kunnen verwezenlijken, indien zij uitgaande van dezelfde conversiekoers en dezelfde obligatie- en aandelencoupures een andere omwisselingsverhouding zou hebben bepaald.

Uit tabel 5 op blz. 32 valt af te leiden, dat bij een conversiekoers van 160 % een maximale toeneming van het geplaatste aandelenkapitaal, de agio-reserve en de liquiditeiten wordt bereikt, indien de onderneming variatie b van de conversietechniek met toebetalingsregeling toepast en daarbij de omwisselingsverhouding bepaalt op $(4 \cdot 1.000) : (5 \cdot 1.000)$.

De bij algehele conversie optredende effecten uitgedrukt in procenten van het nominale bedrag van de lening zijn dan als volgt:

a. een toeneming van het geplaatste aandelenkapitaal van 125 %

$$\left(\Delta E = 100 \frac{\beta S}{\alpha B} \right)$$

b. een toeneming van de agio-reserve van 75 % ($\Delta R = \varepsilon \Delta E$)

c. een toeneming van de liquiditeiten van 100 % $\left(\Delta L = 100 \frac{C}{B} \right)$.

Uit het bovenvermelde voorbeeld blijkt, dat de onderneming voor de realisatie van de door haar beoogde doeleinden de omwisselingsverhouding derhalve zou moeten hebben bepaald op $(4 \cdot 1.000) : (5 \cdot 1.000)$ en niet op $(3 \cdot 1.000) : (2 \cdot 1.000)$ zoals feitelijk is geschied.

In tabel 13 (blz. 86) wordt voor de overige op blz. 83 genoemde ondernemingen (de no's. 10, 16, 26 en 37) aangegeven van welke conversietechniek en variatie deze gebruik zouden hebben moeten maken om de door haar beoogde doeleinden bij conversie te kunnen bewerkstelligen. Voor de ondernemingen no's.

¹ Vgl. grafiek I.

1, 9, 33, 34 en 43 geschiedde zulks niet, omdat deze hebben medegedeeld een aantal doeleinden na te streven, welke echter niet tegelijkertijd kunnen worden gerealiseerd¹.

Twee ondernemingen, te weten de nos. 12 en 25, welke resp. variatie a en b van de conversietechniek met toebetalingsregeling hebben toegepast deelden mede, dat door hen hieraan *niet* de voorkeur was gegeven, teneinde daarmede bepaalde financiële doeleinden bij conversie te verwezenlijken. Bepalend voor onderneming no. 25 zou zijn geweest de omwisselingsverhouding aan te passen aan de bij de N.V. in gebruik zijnde aandelencoupures.

Voor onderneming no. 12 zou dezelfde reden hebben gegolden en zou voorts de wens hebben bestaan om te voorkomen dat de bijstorting te groot zou worden. Deze beide gevallen kunnen moeilijk worden beoordeeld. De aandelen van de desbetreffende ondernemingen luiden in coupures van f 1.000,— en stemmen dus overeen met de door ons als usantieel aangemerkte coupures. Naar dezerzijdse mening zijn er geen bijzondere termen aanwezig om in deze omstandigheid een beweegreden te zien voor het gebruik van de conversietechniek met toebetalingsregeling. Evenmin zou voor onderneming no. 12 het bedrag aan bijstorting groter zijn geworden dan thans (f 650,— per obligatie van f 1.000,—), indien door haar in plaats van variatie a een andere variatie van de conversietechniek met toebetalingsregeling zou zijn gebruikt². Men kan zich afvragen waarom de desbetreffende ondernemingen — indien de consequenties bij conversie toch geen rol van betekenis hebben gespeeld bij de keuze van de conversietechniek en variatie — haar keuze niettemin hebben bepaald tot de thans vastgestelde omwisselingsverhoudingen. De voorhanden mogelijkheden zijn in dit opzicht zowel bij een conversiekoers van 165 % als 225 % immers voldoende groot.

Eén geval, te weten no. 11, dient dan tenslotte nog afzonderlijk te worden beschouwd. Het betreft hier een onderneming, welke bij de vaststelling van de conversiekoers gebruik heeft gemaakt van de conversietechniek zonder toebetaling of restitutie en in haar antwoord mededeelt hiermede een toeneming van het geplaatste aandelenkapitaal te hebben willen bereiken, welke gelegen is tussen het realiseerbare maximum en minimum.

¹ Zie blz. 82 en 83.

² Dit bedrag zou eerder kleiner zijn geworden.

Tabel 13. *Omwisselingsverhoudingen, welke door de ondernemingen no's. 10, 16, 26 en 37 zouden moeten zijn gesteld ter bereiking van het voorgegeven doel bij conversie¹*

code-nummer	gekozen conversie-koers	toegepaste conversie-techniek	beoogd effect ²	gestelde omwisselingsverhouding	effect bij conversie	juiste omwisselingsverhouding	effect bij conversie ³
10	160	2d	$\Delta E_{evenw.}$	(3· 500) : (1·1.000)	66,6 %	(5· 500) : (2·1.000) (2· 500) : (1·1.000)	80 % 100 %
16	200	2a	$\Delta E_{evenw.}$	(1·1.000) : (1·1.000)	100 %	(5·1.000) : (4·1.000) (4·1.000) : (3·1.000)	80 % 75 %
26	225	2a	$\Delta E_{evenw.}$	(1·1.000) : (1·1.000)	100 %	(4·1.000) : (3·1.000) (3·1.000) : (2·1.000) (5·1.000) : (3·1.000)	75 % 66,6 % 60 %
37	275	2b	$\Delta E_{evenw.}$	(5·1.000) : (2·1.000)	40 %	(5·1.000) : (3·1.000) (2·1.000) : (1·1.000)	60 % 50 %

¹ Alle effecten werden uitgedrukt in procenten van het nominale bedrag van de lening.

² Omwille van de overzichtelijkheid werden alleen de beoogde effecten ten aanzien van het geplaatste aandelenkapitaal vermeld.

³ De vermelde effecten zijn alle gelegen *tussen* het bij de desbetreffende conversiekoers realiseerbare maxima en minima.

Op blz. 68 werd erop gewezen, dat de toeneming van het geplaatste aandelenkapitaal bij het gebruik van de conversietechniek zonder toebetaling of restitutie altijd minimaal is, tenzij door de onderneming de conversietechniek met restitutieregeling wordt toegepast. Als voorwaarde voor het gebruik van laatstgenoemde techniek werd echter gesteld, dat de afneming van de liquiditeiten niet meer dan 25 % van het nominale bedrag van de lening zal mogen bedragen.

Hoewel het hier een bijzonder geval betreft, omdat de aandelen van de desbetreffende onderneming weinig gebruikelijke coupures hebben, te weten van f 300,—, kan niettemin worden aangetoond, dat de desbetreffende onderneming slechts een geringere toeneming van het geplaatste aandelenkapitaal zou hebben kunnen bewerkstelligen, dan thans bij algehele conversie optreedt, als zij een afneming van de liquiditeiten van 33 % van het nominale bedrag van de lening zou hebben aanvaard.

De door de desbetreffende onderneming gestelde omwisselingsverhouding bedraagt thans $(1 \cdot 1.000) : (2 \cdot 300)$, zodat een toeneming van het geplaatste aandelenkapitaal van 60 % van het nominale bedrag van de lening optreedt bij conversie. Slechts indien door haar de omwisselingsverhouding zou zijn bepaald op $(3 \cdot 500) : (2 \cdot 300)$ zou een toeneming van het geplaatste aandelenkapitaal van 40 % van het nominale bedrag van de lening zijn opgetreden. Hiermede zou echter tegelijkertijd een afneming van de liquiditeiten van 33 % van dit bedrag gepaard zijn gegaan, welke omstandigheid – zoals op blz. 54 werd verondersteld – ertoe zal leiden dat de onderneming geen gebruik zal maken van de conversietechniek met restitutieregeling.

Samenvattend kan worden gezegd, dat in de gevallen, waarbij afwijkingen van het in hoofdstuk VII gestelde werden geconstateerd, de desbetreffende ondernemingen de conversietechniek niet hebben gekozen overeenkomstig de motieven, welke zij voorgeven bij algehele conversie te willen bereiken.

Dit versterkt de op blz. 78 gegeven indruk, dat het vraagstuk van de conversietechniek in de praktijk niet altijd voldoende leeft. In vele gevallen zullen de ondernemingen zich met betrekking tot de modaliteiten der emissies laten leiden door het advies van emitterende bankinstellingen of commissionairs. Blijkbaar wordt

ook door deze niet altijd voldoende aandacht besteed aan de technische mogelijkheden en haar consequenties.

Naar het voorkomt heeft de ingestelde enquête nog een belangrijk nevenresultaat gehad. Uit de beantwoording van de gestelde vragen blijkt namelijk dat 21 ondernemingen de converteerbare obligatie bewust als tussenfinanciering hebben gehanteerd. Hiermede wordt bedoeld, dat door deze ondernemingen van de converteerbare obligatie niet als doel op zichzelf gebruik werd gemaakt, doch als middel om daarmee te zijner tijd bepaalde wijzigingen in de vermogensstructuur en de omvang van het vermogen te realiseren. Zowel de conversietechniek als de omwisselingsverhouding werden daarbij bewust afgestemd op de door de onderneming beoogde wijzigingen in de vermogensstructuur en vermogensomvang. Daarin moge een bevestiging worden gezien van hetgeen de auteurs Haccoû en Scheffer reeds hebben opgemerkt, zonder dat zij hun zienswijze aan de praktijk hadden getoetst¹.

¹ Vgl. de eerder aangehaalde artikelen van deze auteurs.

HOOFDSTUK IX

WIJZIGING VAN DE CONVERSlEKOERS TIJDENS DE LOOPTIJD VAN DE LENING

In hoofdstuk V is erop gewezen, dat de wijze waarop een bepaalde conversiekoers tot stand wordt gebracht en de absolute hoogte van de conversiekoers zelf, bepalend zijn voor de bij conversie optredende vermogensmutaties in de onderneming.

Het spreekt dus vanzelf, dat indien de conversiekoers tijdens de conversieperiode een wijziging ondergaat, daardoor automatisch veranderingen teweeg worden gebracht in de effecten welke bij conversie optreden. Deze veranderingen kunnen vooral dan ingrijpend zijn, wanneer een wijziging van de conversiekoers noodzakelijk een overgang van de ene conversietechniek op de andere met zich brengt of wanneer de onderneming tot een wijziging van de omwisselingsverhouding zou willen overgaan¹.

Er zijn twee redenen aanwijsbaar waarom de bij uitgifte van de lening vastgestelde conversiekoers tijdens de looptijd van de lening wordt verlaagd:

- a. als de onderneming overgaat tot algehele of gedeeltelijke vroegde aflossing van de obligaties².
- b. als de onderneming overgaat tot een emissie van nieuwe aandelen of tot uitkering van bonusaandelen of stockdividend.

Er is nog een omstandigheid denkbaar, waarin de conversiekoers tijdens de looptijd van de lening wordt gewijzigd en wel volgens een vooraf in de trust-acte aangegeven wijze (variabele conversiekoersen)³. Hierop zal door ons echter niet nader worden ingegaan,

¹ Dit laatste komt in de door ons onderzochte periode niet voor. Op blz. 97 wordt deze kwestie nog nader behandeld.

² Zie hoofdstuk VI, blz. 60 e.v.

³ In de eerder aangehaalde werken van de Stichting voor Economisch Onderzoek (blz. 72 t/m 77) en van C. J. Pilcher (blz. 28 t/m 32) wordt nader ingegaan op de verschillende vormen waarin de variabele conversiekoers in de praktijk wordt gebruikt.

omdat in dit geval de wijzigingen in de effecten bij conversie door de onderneming bij uitgifte van de lening reeds worden voorzien, zodat hiermede bij het bepalen van de doelstellingen rekening kan worden gehouden. Bovendien werd een dergelijke koersvaststelling in de periode van onderzoek slechts bij vier converteerbare obligatieleningen toegepast¹.

De effecten welke voortvloeien uit de boven sub a en b bedoelde verlagingen van de conversiekoers kunnen door de ondernemingen niet reeds bij uitgifte van de lening worden overzien, waaruit volgt, dat de ondernemingen in deze gevallen de oorspronkelijke doelstellingen welke zij wensten te bereiken met betrekking tot haar vermogensstructuur en -omvang niet meer zullen kunnen realiseren. In het sub a genoemde geval blijkt zij de voorkeur te geven aan een beperkte realisatie daarvan boven het niet effectief worden van de conversie als zodanig.

In het sub b genoemde geval noopt de vergroting van het geplaatste aandelenkapitaal tot wijziging van de oorspronkelijk beoogde doelstellingen.

Zoals nog nader zal worden aangetoond, openen de momenten waarop verlaging van de conversiekoers plaatsvindt, de gelegenheid om de kwestie van de conversietechniek opnieuw onder het oog te zien.

In het onderstaande wordt daarop ingegaan, en zal tevens worden nagegaan hoe in de praktijk ten deze wordt gehandeld.

A. DE TOEPASSING VAN DE CLAUSULE MET BETREKKING TOT DE VERLAGING VAN DE CONVERSIEKOERS AL DAN NIET GEPAARD GAANDE MET VERVROEGDE ALGEHELE OF GEDEELTELIJKE AFLOSSING

In hoofdstuk VI werd uiteengezet, dat de ondernemingen zich in de regel het recht voorbehouden om bij algehele of gedeeltelijk vervroegde aflossing van obligaties de conversiekoers te verlagen. In sommige gevallen wordt de eventuele verlaging van de conversiekoers zelfs geheel losgemaakt van vervroegde aflosbaarstelling. Dit laatste komt voor in de leningsvoorwaarden van de obligaties, uitgegeven ten laste van Stoomspinnerij 'Twenthe', N.V. De Verenigde Blikfabrieken, N.V. Meelfabrieken der Nederlandsche

¹ Vgl. tabel 11, blz. 75, de no's 23, 27, 47 en 48.

Bakkerij, Indola N.V. (emissie sept. 1960), Jean Heybroek N.V. en J. P. Wyers' Industrie- en Handelonderneming N.V. (emissie dec. 1960). In alle overige gevallen staat de mogelijkheid tot verlaging van de conversiekoers slechts open, wanneer de onderneming tot algehele gedeeltelijke vervroegde aflossing overgaat. In hoofdstuk VI werd dit aangeduid als een middel om de conversie af te dwingen. Indien de onderneming tot het gebruik van dit recht overgaat, treden daarbij uiteraard wijzigingen op in de oorspronkelijk bij de uitgifte van de lening beoogde effecten bij conversie. Deze wijzigingen kunnen in sommige gevallen van ingrijpende aard zijn.

Veel zal daarbij afhangen van de mate waarin de conversiekoers zal moeten worden verlaagd om het beoogde doel (conversie) te effectueren en van de wijze waarop de conversiekoers in de uitgangssituatie tot stand werd gebracht.

Het is duidelijk, dat de omwisselingsverhouding in het algemeen zoals oorspronkelijk vastgesteld, gehandhaafd zal kunnen blijven, indien de voornaamste faktor waarvan de oorspronkelijke conversiekoers afhankelijk was, gevormd werd door de bijstorting. De wijzigingen in effect welke er dan bij conversie optreden zullen in deze gevallen in het algemeen beperkt blijven tot veranderingen in de omvang van het agio en de liquiditeiten. De beoogde toeneming van het geplaatste aandelenkapitaal bij conversie zal door de verlaging van de conversiekoers derhalve in het algemeen geen verandering behoeven te ondergaan.

Geheel anders echter ligt de situatie, indien de onderneming de oorspronkelijke conversiekoers heeft tot stand gebracht zonder of met een geringe toebetaling of restitutie.

In dat geval treedt er voor de onderneming, indien door haar de oorspronkelijk vastgestelde omwisselingsverhouding wordt gehandhaafd, een relatief sterke afneming van de kasmiddelen op. Zou door haar tot een wijziging van deze omwisselingsverhouding worden overgegaan, dan betekent dit uiteraard dat alle door haar oorspronkelijk beoogde doelstellingen een wijziging ondergaan.

Aangezien de hier besproken clausule gehanteerd wordt om conversie af te dwingen mag worden aangenomen, dat bij die gelegenheid in het algemeen geen aanleiding bestaat om wijziging te brengen in de oorspronkelijk beoogde doelstellingen. Dit betekent derhalve dat de ondernemingen in dit geval slechts een beperkte

keuzemogelijkheid heeft, zoals uit het volgende voorbeeld moge blijken.

Stel, dat een onderneming de conversiekoers oorspronkelijk heeft bepaald op 310% door 3 obligaties van *f* 1.000,— onder toebetaling van *f* 100,— verwisselbaar te stellen in 1 aandeel van *f* 1.000,—. Bij verlaging van de conversiekoers tot 270% is zij dan in haar keuze met betrekking tot de totstandbrenging van de nieuwe conversiekoers beperkt tot de volgende drie mogelijkheden:

1. de gestelde omwisselingsverhouding zou kunnen worden gehandhaafd op $(3 \cdot 1000) : (1 \cdot 1000)$, zodat de oorspronkelijk beoogde toeneming van het geplaatste aandelenkapitaal, groot 33,3% van het nominale bedrag van de lening behouden blijft. Daarbij zal dan echter een restitutie in contanten moeten plaatsvinden van *f* 300,— per 3 obligaties van *f* 1.000,—, zodat een onvoorziene afneming van de kasmiddelen ten belope van 10% van het nominale bedrag van de lening het gevolg is. Bovendien zal het agio minder toenemen en wel 13,4% van het nominale bedrag van de lening.

2. de omwisselingsverhouding kan worden gewijzigd, in dier voege, dat de toeneming van het geplaatste aandelenkapitaal ongeveer gelijk blijft. Uit de gegevens van tabel 5 kan worden afgeleid, dat een toeneming van het geplaatste aandelenkapitaal van 50% van het nominale bedrag van de lening kan worden gerealiseerd als variatie b van de conversietechniek met toebetaling wordt gebruikt, indien daarbij de omwisselingsverhouding wordt bepaald op $(2 \cdot 1000) : (1 \cdot 1000)$. Hiermede gaat dan een toeneming van de liquiditeiten bij conversie gepaard van 15% en een in vergelijking met de uitgangssituatie grotere toeneming van het agio van 31,6% van het nominale bedrag van de lening.

3. de omwisselingsverhouding kan bij toepassing van variatie b van de conversietechniek met toebetaling ook worden vastgesteld op $(5 \cdot 1000) : (2 \cdot 1000)$. De toeneming van het geplaatste aandelenkapitaal bedraagt dan bij conversie 40% van het nominale bedrag van de lening. De agio-reserve neemt slechts 2% minder toe en de kasmiddelen slechts 4,7% meer toe dan in de uitgangssituatie.

Tot nog toe wordt in de praktijk slechts gebruik gemaakt van de sub 1 bedoelde methode. De reden daarvan moet worden gezocht

in het feit, dat het bedrag aan bijstorting voldoende ruimte liet om de conversiekoers te verlagen zonder tot een wijziging van de omwisselingsverhouding over te gaan¹.

De vraag doet zich bovendien voor of de bepalingen van de trust-acte in het algemeen wel de mogelijkheid tot het aanbrengen van een wijziging in omwisselingsverhouding open laten. Zonder ons in deze kwestie van juridische aard te willen begeven kan worden geconstateerd, dat in de trust-acte, voorzover kan worden nagegaan, geen bepalingen worden aangetroffen met betrekking tot de vraag op welke wijze een verlaagde conversiekoers tot stand dient te worden gebracht. Men zou derhalve kunnen stellen, dat deze materie in de trust-acten ongeregeld is gebleven. Het komt ons voor, dat wanneer door de wijziging van de omwisselingsverhouding obligatiehouders niet worden benadeeld, daartegen geen bezwaren kunnen worden ingebracht.

Een dergelijke benadeling vindt o.i. niet plaats als het aantal in te leveren obligaties wordt verkleind, aangezien in dat geval één of meer obligaties kunnen worden afgestoten of minder behoeven te worden aangekocht, waarbij in aanmerking dient te worden genomen, dat de beurskoers van deze obligaties in deze omstandigheden in het algemeen boven pari zal liggen. Bij een vergroting van het aantal in te leveren obligaties per te verkrijgen aandeel zal doorgaans wel benadeling van obligatiehouders plaatsvinden. Vermeldenswaardig lijkt in verband met het voorafgaande, dat slechts in de trust-acten van enkele converteerbare obligatieleningen, een clausule voorkomt van de volgende inhoud: 'De debitrice is gerechtigd om bij een wijziging van de conversiekoers overeenkomstig het bepaalde in de leden 1, 3 en 4 van dit artikel, zo nodig de voorwaarden van conversie in overleg met de trustee te wijzigen, mits niet in het nadeel van obligatiehouders'². Het komt

¹ In het jaar 1960 ging slechts één onderneming, welke converteerbare obligaties had uitstaan tot vervroegde algehele aflossing over onder verlaging van de conversiekoers. Het betreft hier J. P. Wyers' Industrie- en Handelsonderneming N.V. (4¼% converteerbare obligatielening, uitgegeven in 1956 – zie Financieel Dagblad d.d. 8 Januari 1960).

² Vgl. de trust-acten van de ten laste van de volgende ondernemingen uitgegeven converteerbare obligatieleningen: Algemene Kunstzijde Unie (8 mei 1956), N.V. Betonfabriek de Meteor 22 juni 1959), N.V. Bronswerk (7 augustus 1959), Lindeteves-Jacoberg N.V. (26 februari 1960), Algemene Kunstzijde Unie (11 april 1960), Chemische Fabriek Naarden (6 mei 1960), Drukkerij De Spaarnestad (28 november 1960).

ons voor, dat door de opneming van een dergelijke clause alle twijfels met betrekking tot de vraag of het aanbrengen van een wijziging in de oorspronkelijke omwisselingsverhouding geoorloofd is, worden weggenomen. Zij verdient ons inziens dan ook zeker navolging¹.

B DE UITGIFTE VAN NIEUWE AANDELEN EN DE UITKERING VAN BONUS-AANDELEN OF STOCKDIVIDEND

Indien de onderneming tijdens de looptijd van de converteerbare obligatielening overgaat tot uitbreiding van haar geplaatste aandelenkapitaal op één van bovenbedoelde wijzen, zal de waarde van het conversierecht in zekere mate worden aangetast door de optredende verwatering.

Om de houders van converteerbare obligaties daarvoor schade-loos te stellen is het gebruikelijk om in de leningsvoorwaarden een zgn. anti-verwateringsclause op te nemen. Deze clause houdt in, dat de oorspronkelijk vastgestelde conversiekoers in dergelijke gevallen zal worden verlaagd. Algemeen gebruikelijk is het daarbij om de nieuwe conversiekoers op onderstaande wijze te bepalen.

De nieuwe conversiekoers wordt bepaald op de tot het naastbijgelegen gehele getal naar beneden afgeronde uitkomst, welke verkregen wordt door de som van:

a. het produkt van het vóór de officiële aankondiging der uitgifte uitstaande nominale aandelenkapitaal van de debitrice en de alsdan geldende conversiekoers en

b. het produkt van het nominale bedrag der nieuw uit te geven aandelen en de koers van uitgifte, te delen door het nominale bedrag van het dadelijk na de uitgifte uitstaande nominale aandelenkapitaal van de debitrice.

De koers van uitgifte als onder b bedoeld wordt bij uitgifte van bonusaandelen aangenomen op nihil en bij uitgifte van aandelen als dividend op 100.

Over de oorsprong van deze formule is weinig of niets bekend. Voorzover dezerzijds kon worden nagegaan stamt zij uit de Verenigde Staten van Noord-Amerika. Door Hills wordt hieraan in 1930 reeds een interessante beschouwing gewijd², doch ook daarin

¹ Zie verder blz. 99.

² G. S. Hills: *Convertible Securities, Legal Aspects and Draftmanship*, California Law Review, XIX no. 1, november 1930.

worden geen motieven genoemd waarom de in de formule gebruikte grootheden worden gehanteerd. Ten onzent hebben verschillende auteurs betoogd, dat door de bovenomschreven anti-verwaterings-clausule aan de obligatiehouders in onvoldoende mate compensatie wordt geboden voor de optredende verwatering¹. Als belangrijk bezwaar wordt hier namelijk tegen ingebracht, dat er in de clausule van wordt uitgegaan, dat de conversiekoers bepalend is voor de beurswaarde der aandelen vóór emissie, hetgeen slechts bij toeval het geval behoeft te zijn.

In het onderstaande zal op deze aangelegenheid – welke een afzonderlijke studie zou vergen – niet worden ingegaan. Wel moge erop worden geattendeerd, dat in sommige gevallen de claim of het dividendbewijs, rechtgevend op de bonus, ook wordt gehecht aan de aandelen welke uit conversie voortspruiten tot op de datum van de emissie. Zo vinden wij in de trust-acte voor de converteerbare obligaties A. Hooimeyer & Zoon de clausule dat ‘Bij uitgifte van nieuwe gewone aandelen behoren de als claims aangegeven dividendbewijzen tot de sluiting der inschrijving te zijn gehecht aan de tegen de ingeleverde obligaties uit te reiken aandelen’.

Key en Kramer Asphalt Ruberoid N.V. kondigde in maart 1961 de uitreiking van bonusaandelen aan ten laste van de agio-reserve onder mededeling dat houders van 4½ % converteerbare obligaties, die vóór de dag, waarop het dividend betaalbaar wordt gesteld, hun obligatie converteren in aandelen eveneens als aandeelhouders in aanmerking komen voor deze uitkering².

Het spreekt vanzelf, dat op deze wijzen de nadelen van de anti-verwateringsclausule worden ontweken.

Voor ons is slechts van belang, dat indien de onderneming tijdens de looptijd van de lening overgaat tot de uitgifte van nieuwe aandelen, in welke vorm dan ook, er als gevolg daarvan een ten tijde van de uitgifte der obligaties niet voorziene verlaging van de conversiekoers optreedt, waardoor de oorspronkelijk gestelde doeleinden door de onderneming niet meer kunnen worden gerealiseerd.

Naar het voorkomt zullen de optredende mutaties in de oorspronkelijk beoogde effecten bij conversie als gevolg van een zich

¹ A. I. Diepenhorst: *Struktuur en Politiek*, Purmerend 1956, hoofdstuk 7; A. I. Diepenhorst: Een nieuwe anti-verwateringsclausule, in *M.A.B.* 1959, blz. 358; C. F. Scheffer, blz. 7; J. L. Mey en P. M. M. H. Snel: *Theoretische Bedrijfs-economie II*, 's-Gravenhage 1958, blz. 7.

² *Het Financiële Dagblad* van 23 maart 1961.

wijzigende conversiekoers van gelijke aard zijn als die, welke optreden bij een verlaging van de conversiekoers al dan niet gepaard gaande met algehele of gedeeltelijke vervroegde aflossing. Dit betekent dus dat, indien de conversiekoers in de uitgangssituatie voor een groot deel tot stand werd gebracht door het bedrag aan bijstorting in contanten, deze gevolgen in het algemeen beperkt zullen blijven tot veranderingen in de omvang van het agio en de liquiditeiten, indien geen wijziging in de omwisselingsverhouding wordt aangebracht, zoals tot nog toe ook in de praktijk gebruikelijk was. Dit betekent voorts dat de onderneming van de uitgifte van nieuwe aandelen of de uitkering van bonusaandelen zou kunnen afzien, indien de afneming van de liquiditeiten voor haar bezwaarlijk moet worden geacht. Reeds eerder (blz. 54) werd opgemerkt, dat wanneer de nieuwe koers restitutie in contanten vergt de trustee de onmiddellijke storting van het volle bedrag zal vragen.

Bij de behandeling van de verlaging van de conversiekoers bij vervroegde aflossing werd opgemerkt, dat daarbij in het algemeen weinig aanleiding zal bestaan tot het aanbrengen van wijziging in de omwisselingsverhouding (zie blz. 91).

Geheel anders ligt dit o.i. wanneer de anti-verwateringsclausule wordt toegepast, omdat hierbij sprake is niet van een afdwingen der conversie maar van het bewust aanbrengen van een wijziging in de vermogensstructuur. Het komt ons voor, dat de onderneming zich daarbij opnieuw dient te beraden over de vraag welke doeleinden zij bij voorkeur wenst te realiseren en derhalve opnieuw voor het vraagstuk van de keuze der conversietechniek komt te staan.

Zij kan met andere woorden de wijze van vaststelling opnieuw afstemmen op de zich inmiddels gewijzigde omstandigheden in de onderneming. Wij zijn van oordeel, dat o.m. deze mogelijkheid de converteerbare obligatie tot een zeer elastische d.i. aan veranderde omstandigheden aanpasbare financieringsfiguur maakt. Met een enkel uitgewerkt voorbeeld moge dit worden verduidelijkt.

Daarbij zal ervan worden uitgegaan, dat een onderneming de conversiekoers oorspronkelijk heeft vastgesteld op 260 % door 5 obligaties van f 1.000,— verwisselbaar te stellen tegen 2 aandelen van f 1.000,—. Verder wordt aangenomen dat door toepassing van de anti-verwateringsclausule, de conversiekoers moet worden verlaagd tot 250 %. Tenslotte wordt verondersteld, dat de onder-

neming een correctie wil toepassen op de door haar bij uitgifte van de lening beoogde effecten bij conversie, omdat de omstandigheden in de onderneming inmiddels een verandering hebben ondergaan, bijv. als gevolg van een sterkere groei dan oorspronkelijk werd verwacht. De vraag luidt dan: uit welke mogelijkheden kan de onderneming in principe een keuze maken, zonder dat het aantal per te verkrijgen aandeel in te leveren obligaties daarbij toeneemt, derhalve zonder benadeling van de obligatiehouders.

Berekend kan worden dat oorspronkelijk door haar de volgende effecten bij conversie werden beoogd¹:

een toeneming van het nominale aandelenkapitaal van 40 %

$$\left(\Delta E = 100 \frac{\beta S}{\alpha B} \right)$$

een toeneming van de agio-reserve van 64 % ($\Delta R = \varepsilon \Delta E$)

een toeneming van de liquiditeiten van 4 % $\left(\Delta L = 100 \frac{C}{B} \right)$.

De nieuwe conversiekoers van 250 % kan op de volgende wijzen tot stand worden gebracht:

A. door toepassing van de conversietechniek met toebetalingsregeling. Daarbij zullen de volgende effecten bij conversie worden gerealiseerd:

- | | | |
|----|---|------|
| a. | een toeneming van het geplaatste aandelenkapitaal van | 50 % |
| | een toeneming van de agio-reserve van | 75 % |
| | een toeneming van de liquiditeiten van | 25 % |

(Voorwaarde is dat de omwisselingsverhouding wordt bepaald op $(2 \cdot 1.000) : (1 \cdot 1.000)$. De toebetaling bedraagt f 250,— per obligatie).

- | | | |
|----|---|------|
| b. | een toeneming van het geplaatste aandelenkapitaal van | 60 % |
| | een toeneming van de agio-reserve van | 90 % |
| | een toeneming van de liquiditeiten van | 50 % |

(Voorwaarde is dat de omwisselingsverhouding wordt bepaald op $(5 \cdot 1.000) : (3 \cdot 1.000)$. De toebetaling bedraagt f 500,— per obligatie).

- | | | |
|----|---|--------|
| c. | een toeneming van het geplaatste aandelenkapitaal van | 66,6 % |
| | een toeneming van de agio-reserve van | 100 % |
| | een toeneming van de liquiditeiten van | 66,6 % |

¹ Ook deze effecten worden uitgedrukt in procenten van het nominale bedrag van de lening.

(Voorwaarde is dat de omwisselingsverhouding wordt bepaald op $(3 \cdot 1.000) : (2 \cdot 1.000)$). De toebetaling bedraagt *f* 666,67 per obligatie).

- d. een toeneming van het geplaatste aandelenkapitaal van 75 %
- een toeneming van de agio-reserve van 112,5 %
- een toeneming van de liquiditeiten van 87,5 %

(Voorwaarde is dat de omwisselingsverhouding wordt bepaald op $(4 \cdot 1.000) : (3 \cdot 1.000)$). De toebetaling bedraagt *f* 875,— per obligatie).

- e. een toeneming van het geplaatste aandelenkapitaal van 80 %
- een toeneming van de agio-reserve van 120 %
- een toeneming van de liquiditeiten van 100 %

(Voorwaarde is dat de omwisselingsverhouding wordt bepaald op $(5 \cdot 1.000) : (4 \cdot 1.000)$). De toebetaling bedraagt *f* 1000,— per obligatie).

B. door toepassing van de conversietechniek zonder toebetaling of restitutie. Daarbij kan het volgende effect bij conversie worden gerealiseerd:

- f. een toeneming van het geplaatste aandelenkapitaal van 40 %
- een toeneming van de agio-reserve van 60 %

C. door toepassing van de conversietechniek met restitutieregeling. Daarbij kunnen de volgende effecten bij conversie worden gerealiseerd:

- g. een toeneming van het geplaatste aandelenkapitaal van 33,3 %
- een toeneming van de agio-reserve van 50 %
- een *afnem*ing van de liquiditeiten van 16,7 %

(Voorwaarde is dat de omwisselingsverhouding wordt bepaald op $(3 \cdot 1.000) : (1 \cdot 1.000)$). De terugbetaling bedraagt *f* 166,67 per obligatie).

Tot welke van deze mogelijkheden de onderneming haar keuze zal bepalen is afhankelijk van de gewijzigde desiderata ten aanzien van de toekomstige vermogensstructuur en vermogensomvang.

In de door ons onderzochte periode is gebleken, dat bij toepassing van de anti-verwateringsclausule geen enkele maal een wijziging werd aangebracht in de omwisselingsverhouding. Hoewel

het denkbaar is, dat men zich de desbetreffende mogelijkheden onvoldoende heeft gerealiseerd, behoeft het geenszins uitgesloten te worden geacht, dat men bewust van het aanbrengen van wijzigingen in de omwisselingsverhouding heeft afgezien. Daarnaast werd door ons geen onderzoek ingesteld.

Wel kan op een recent voorbeeld worden gewezen, waarbij voor de eerste maal bij toepassing van de anti-verwateringsclausule de omwisselingsverhouding werd gewijzigd, t.w. bij de uitreiking van bonus-aandelen ten laste van de agio-reserve door Grand Hotel Krasnapolsky N.V. in mei 1961. De oorspronkelijke omwisselingsverhouding voor de in 1958 uitgegeven obligaties was hier als volgt 8 obligaties à f 100,— gaven recht op 1 aandeel à f 300,— onder toebetalings van f 25,— (conversiekoers 275 %). De toepassing van de anti-verwateringsclausule leidde tot een nieuwe conversiekoers van 249 %, welke als volgt tot stand werd gebracht: 7 obligaties van f 100,— geven recht op 1 aandeel à f 300,— onder toebetalings van f 47,—¹.

Tevoren was een vergadering van obligatiehouders bijeen geroepen om aanvulling van de trust-acte met de op blz. 93 gegeven clausule goed te keuren².

In het algemeen moge nog worden opgemerkt, dat een zodanige wijziging in de omwisselingsverhouding waarbij het aantal in te leveren obligaties geringer wordt, veelal tot gevolg zal hebben dat een sterkere verwatering optreedt dan oorspronkelijk was voorzien. Het spreekt vanzelf, dat aandeelhouders zich hiertegen zouden kunnen verzetten, indien deze extra verwatering van grote betekenis zou zijn.

¹ Zie jaarverslag 1961.

² Op de Algemene Vergadering van aandeelhouders op 12 mei 1961 werd door Prof. Scheffer medegedeeld, dat deze wijziging werd beoogd terwille van een betere aanpassing van het geplaatste aandelenkapitaal aan de groei van het bedrijf. Voorts zag hij het daaruit voortspruitende voordeel voor obligatiehouders als een compensatie voor de onvoldoende schadeloosstelling, welke de gebruikelijke anti-verwateringsclausule biedt.

HOOFDSTUK X

ENIGE RICHTLIJNEN VOOR HET BELEID MET BETREKKING TOT DE TOEPASSING VAN DE VERSCHILLENDE CONVERSIETECHNIEKEN

In hoofdstuk VIII werd er enige malen op gewezen, dat uit de door ons gehouden enquête onder meer de indruk werd verkregen, dat de problematiek rond de conversietechniek in de praktijk onvoldoende leeft.

Op grond hiervan menen wij in dit hoofdstuk een poging te moeten wagen om aan de hand van de resultaten van deze studie enige richtlijnen op te stellen voor de hantering van de conversietechnieken in de praktijk. Alvorens daartoe over te gaan moge er – ten overvloede – op worden gewezen dat de te ontwikkelen richtlijnen uiteraard alleen kunnen gelden binnen het raam van de restricties welke werden gesteld ten aanzien van de hanteerbaarheid van de conversietechnieken¹.

Wanneer hier gesproken wordt over het ‘opstellen’ van richtlijnen betekent dit geenszins, dat in dit hoofdstuk nog enig nieuw element aan de gegeven beschouwingen zal worden toegevoegd. De richtlijnen liggen feitelijk reeds in de voorafgaande hoofdstukken opgesloten. Zij zullen hier nog slechts expliciet en samenvattend worden gegeven.

Uitgangspunt hiertoe vormt de nadere inhoud, welke aan onze verklaring voor de keuze van de conversietechniek werd gegeven in hoofdstuk VII.

Daarin werd aangenomen, dat de onderneming welke tot uitgifte van converteerbare obligaties overgaat en daadwerkelijk conversie beoogt de volgende doelstellingen voor ogen kan hebben:

a. maximale toeneming van het geplaatste kapitaal, hetgeen tevens inhoudt maximale toeneming van de agio-reserve en de liquiditeiten.

b. minimale toeneming van het geplaatste kapitaal en de agio-

¹ Voor zoveel nodig moge nogmaals verwezen worden naar hoofdstuk IV.

reserve zonder of met een zo gering mogelijke mutatie in de liquiditeiten.

c. evenwichtige toeneming van het geplaatste aandelenkapitaal, de agio-reserve en de liquiditeiten.

De onderneming nu welke een maximale toeneming van het geplaatste aandelenkapitaal, de agio-reserve en de liquiditeiten beoogt, zal gebruik moeten maken van de conversietechniek met toebetalingsregeling.

Indien de gekozen conversiekoers is gelegen tussen 170 % en 200 % kan zij ter bereiking van dit doel gebruik maken van variatie a van deze conversietechniek, van de variatie derhalve, waarbij de omwisselingsverhouding gelijk is aan één. Indien de onderneming de omwisselingsverhouding wenst aan te passen aan de bij de N.V. in gebruik zijnde aandelencoupures, kan zij indien deze coupures f 500,— bedragen bij conversiekoersen gelegen tussen 340 % en 400 % de omwisselingsverhouding bepalen op $(1 \cdot 1.000) : (1 \cdot 500)$ (variatie c). Bij alle overige conversiekoersen zal zij ter bereiking van dit doel gebruik moeten maken van variatie b of d van de conversietechniek met toebetalingsregeling en daarbij, afhankelijk van de gekozen conversiekoers, één van de in tabel 15 vermelde omwisselingsverhoudingen moeten kiezen.

Expanderende ondernemingen, welke een maximale toeneming van de kasmiddelen bij een relatief zo gering mogelijke toeneming van het geplaatste aandelenkapitaal nastreven, zullen bij toepassing van variatie b of d van de conversietechniek met toebetalingsregeling op de bovenaangegeven wijze, de conversiekoers bij voorkeur boven 200 % moeten vaststellen. Ondernemingen welke vooral een maximale toeneming van het geplaatste aandelenkapitaal beogen, zullen de conversiekoers bij de aangegeven wijze bij voorkeur beneden 200 % moeten vaststellen¹.

De onderneming, welke een *minimale* toeneming van het geplaatste aandelenkapitaal bij conversie beoogt, zal dit doel kunnen bereiken door gebruik te maken van de conversietechniek zonder toebetalingsresp. restitutieregeling.

Deze conversietechniek kan echter slechts bij een beperkt aantal conversiekoersen worden gehanteerd². Wordt derhalve een daarvan

¹ Vgl. het gestelde op blz. 66 en blz. 67.

² Vgl. tabel 4.

Tabel 15. *Relevante omwisselingsverhoudingen bij het streven naar een maximale toeneming van het geplaatste aandelenkapitaal, de agio-reserve en de liquiditeiten bij toepassing van de conversietechniek met toebetalings-regeling*

conversie- koers	omwisselings- verhouding	varia- tie	conversie- koers	omwisselings- verhouding	varia- tie
100 %	(1-1000) : (2-1000)	2b	167 %-200 %	(1-1000) : (2-500)	2d
	(1-1000) : (4-500)	2d		(1-1000) : (10-100)	2d
	(1-1000) : (20-100)	2d		(2-500) : (1-1000)	2d
	(1-500) : (1-1000)	2d		(1-500) : (5-100)	2d
	(1-500) : (10-100)	2d			
101 %-120 %	(3-1000) : (5-1000)	2b	201 %-250 %	(5-1000) : (4-1000)	2b
121 %-125 %	(5-1000) : (16-500)	2d		(5-1000) : (8-500)	2d
	(1-1000) : (16-100)	2d		(1-1000) : (8-100)	2d
	(5-500) : (4-1000)	2d		(5-500) : (2-1000)	2d
	(1-500) : (8-100)	2d		(1-500) : (4-100)	2d
126 %-133 %			251 %-300 %	(3-1000) : (2-1000)	2b
	(2-1000) : (3-1000)	2b		(3-1000) : (4-500)	2d
	(1-1000) : (3-500)	2d		(3-1000) : (20-100)	2d
	(1-1000) : (15-100)	2d		(3-500) : (1-1000)	2d
	(4-500) : (3-1000)	2d		(3-500) : (10-100)	2d
134 %-150 %	(2-500) : (15-100)	2d	301 %-333 %		
				(5-1000) : (3-1000)	2b
	(3-1000) : (4-1000)	2b	340 %-400 %		
	(3-1000) : (8-500)	2d		(1-1000) : (1-500)	2c
	(3-1000) : (40-100)	2d	334 %-400 %	(2-1000) : (1-1000)	2b
151 %-160 %	(3-500) : (2-1000)	2d		(1-1000) : (5-100)	2d
	(3-500) : (20-100)	2d		(4-500) : (1-1000)	2d
				(2-500) : (5-100)	2d
	(4-1000) : (5-1000)	2b	401 %-500 %	(5-1000) : (4-500)	2d
161 %-166 %	(5-1000) : (12-500)	2d		(1-1000) : (4-100)	2d
	(1-1000) : (12-100)	2d		(5-500) : (1-1000)	2d
	(5-500) : (3-1000)	2d		(1-500) : (2-100)	2d
	(1-500) : (6-100)	2d		(5-1000) : (2-1000)	2b
170 %-200 %	(1-1000) : (1-1000)	2a			

afwijkende conversiekoers gekozen dan zal de onderneming ge-
noodzaakt zijn ter realisering van het gestelde doel gebruik te
maken van de conversietechniek met toebetaling of restitutie.

Bij alle conversiekoersen zal de onderneming naargelang zij de
voorkeur geeft aan een geringe **toeneming** of **afnemning** van de
liquiditeiten aangewezen zijn op het gebruik van de variaties b of d
van de conversietechniek met toebetaling of restitutie. Bij het ge-
bruik van de eerstgenoemde conversietechniek zal zij daarbij, af-
hankelijk van de gekozen conversiekoers, één van de in tabel 16
vermelde omwisselingsverhoudingen moeten kiezen.

Tabel 16. *Relevante omwisselingsverhoudingen bij het streven naar een minimale toeneming van het geplaatste aandelenkapitaal, de agio-reserve en de liquiditeiten bij toepassing van de conversietechniek met toebetalingsregeling*

conversie- koers	omwisselings- verhouding	varia- tie	conversie- koers	omwisselings- verhouding	varia- tie
100 %	(4-1000) : (5-1000)	2b	201 %-250 %	(2-1000) : (1-1000)	2b
	(5-1000) : (12-500)	2d		(1-1000) : (1-500)	2d
	(1-1000) : (12-100)	2d		(1-1000) : (5-100)	2d
	(5-500) : (3-1000)	2d		(4-500) : (1-1000)	2d
	(1-500) : (6-100)	2d		(2-500) : (5-100)	2d
101 %-125 %	(1-1000) : (1-1000)	2a	251 %-300 %	(5-1000) : (2-1000)	2b
	(1-1000) : (2-500)	2d		(5-1000) : (4-500)	2d
	(1-1000) : (10-100)	2d		(1-1000) : (4-100)	2d
	(2-500) : (1-1000)	2d		(5-500) : (1-1000)	2d
	(1-500) : (5-100)	2d		(1-500) : (2-100)	2d
126 %-133 %	(5-1000) : (4-1000)	2b	301 %-400 %	(3-1000) : (1-1000)	2b
	(5-1000) : (8-500)	2d			
	(1-1000) : (8-100)	2d	401 %-500 %	(4-1000) : (1-1000)	2b
	(5-500) : (2-1000)	2d			
	(1-500) : (4-100)	2d			
134 %-150 %	(4-1000) : (3-1000)	2b			
151 %-166 %	(3-1000) : (2-1000)	2b			
	(3-1000) : (4-500)	2d			
	(3-1000) : (20-100)	2d			
	(3-500) : (1-1000)	2d			
	(3-500) : (10-100)	2d			
167 %-200 %	(5-1000) : (3-1000)	2b			

Tabel 16 kan zonder restrictie worden gehanteerd bij de keuze van de omwisselingsverhouding door ondernemingen welke een minimale toeneming van het geplaatste aandelenkapitaal nastreven. Deze toeneming is steeds kleiner dan het nominale bedrag van de lening en verloopt degressief bij een toenemende conversiekoers. De onderneming dient bedacht te zijn op een zekere toeneming van de liquiditeiten, welke indien variatie b wordt toegepast afhankelijk van de gekozen conversiekoers varieert tussen 2 en 32 % van het nominale bedrag van de lening (zie bijlage IV).

Indien de onderneming er de voorkeur aan geeft om de nominale toeneming van het geplaatste kapitaal te realiseren door gebruik te maken van de variaties b of d van de conversietechniek met restitutieregeling, zal zij daarbij afhankelijk van de gekozen conversiekoers één van de in tabel 17 vermelde omwisselingsverhoudingen moeten kiezen. De afneming van de liquiditeiten bij elk dezer omwisselingsverhoudingen bedraagt *maximaal* 25 % van het nominale bedrag van de lening. Streeft de onderneming naar een

zo gering mogelijke afneming van de kasmiddelen dan zal zij *die* omwisselingsverhouding moeten kiezen, waarbij de gekozen conversiekoers gelijk is aan dan wel zo dicht mogelijk ligt *onder* de in tabel 17 genoemde *maximale* conversiekoersen.

Tabel 17. *Relevante omwisselingsverhoudingen bij het streven naar een minimale toeneming van het geplaatste aandelenkapitaal en de agio-reserve onder een minimale afneming van de liquiditeiten bij toepassing van de conversietechniek met restitutieregeling*

conversie- koers	omwisselings- verhouding	varia- tie	conversie- koers	omwisselings- verhouding	varia- tie
100 %—124 %	(5·1000) : (4·1000)	2b	226 %—299 %	(3·1000) : (1·1000)	2b
	(5·1000) : (8·500)	2d		(3·1000) : (2·500)	2d
	(1·1000) : (8·100)	2d		(3·1000) : (10·100)	2d
	(1·500) : (4·100)	2d		(3·500) : (5·100)	2d
	(5·500) : (2·1000)	2d		(6·500) : (1·1000)	2d
125 %—132 %	(4·1000) : (3·1000)	2b	300 %—399 %	(4·1000) : (1·1000)	2b
133 %—149 %	(3·1000) : (2·1000)	2b		(2·1000) : (1·500)	2d
	(3·1000) : (4·500)	2d		(2·1000) : (5·100)	2d
	(3·1000) : (20·100)	2d		(4·500) : (5·100)	2d
	(3·500) : (10·100)	2d		(8·500) : (1·1000)	2d
150 %—166 %	(3·500) : (1·1000)	2d	399 %—499 %	(5·1000) : (1·1000)	2b
	(5·1000) : (3·1000)	2b			
167 %—199 %	(2·1000) : (1·1000)	2b			
200 %—225 %	(5·1000) : (2·1000)	2b			
	(5·1000) : (4·500)	2d			
	(1·1000) : (4·100)	2d			
	(1·500) : (2·100)	2d			
	(5·500) : (1·1000)	2d			

De onderneming, welke een toeneming van het geplaatste aandelenkapitaal, de agio-reserve en de liquiditeiten bij conversie beoogt, welke bij de gekozen conversiekoers tussen het maximaal en minimaal realiseerbare is gelegen, zal gebruik moeten maken van één van de variaties a, b, c of d van de conversietechniek met toebetalingsregeling.

Indien de conversiekoers is gelegen tussen 110 % en 170 % kan zij ter bereiking van dit doel de omwisselingsverhouding gelijk stellen aan één. In dit geval neemt het geplaatste aandelenkapitaal bij conversie toe met een bedrag dat gelijk is aan het nominale bedrag van de lening en vindt de toeneming van de agio-reserve geheel in liquiditeiten plaats. Indien de aandelen van de onderneming statutair zijn bepaald op f 500,— kan zij, indien de gekozen conversiekoers is gelegen tussen 251 % en 340 %, de omwisselingsver-

houding bepalen op $(1 \cdot 1000) : (1 \cdot 500)$. In dit geval bedraagt de toeneming van het geplaatste aandelenkapitaal slechts de helft van het nominale bedrag van de lening. Bij alle overige conversiekoersen zal de onderneming ter bereiking van het gestelde doel gebruik moeten maken van variatie b of d van de conversietechniek met toebetalingsregeling en daarbij afhankelijk van de gekozen conversiekoers één van de in tabel 18 zie blz. 106 vermelde omwisselingsverhoudingen moeten kiezen.

Tot slot moge er nog eens met nadruk op worden gewezen, dat niet alleen de hoogte van de conversiekoers bepalend is voor de bij conversie optredende effecten, doch dat deze vooral afhankelijk zijn van de daarbij gehanteerde conversietechniek en variaties daarvan, zoals uit deze studie moge zijn gebleken.

Tabel 18. *Relevante omwisselingsverhoudingen bij het streven naar een evenwichtige toeneming van het geplaatste aandelenkapitaal, de agio-reserve en de liquiditeiten bij toepassing van de conversietechniek met toebetalings-regeling*

conversie- koers	omwisselings- verhouding	varia- tie	conversie- koers	omwisselings- verhouding	varia- tie
100 %	(3-1000) : (4-1000)	2b	151 %-160 %	(4-1000) : (3-1000)	2b
	(3-1000) : (8-500)	2d		(5-1000) : (8-500)	2d
	(3-1000) : (40-100)	2d		(1-1000) : (8-100)	2d
	(3-500) : (2-1000)	2d		(5-500) : (2-1000)	2d
	(3-500) : (20-100)	2d		(1-500) : (4-100)	2d
	(2-1000) : (3-1000)	2b		(5-1000) : (4-1000)	2b
	(1-1000) : (3-500)	2d		(5-1000) : (8-500)	2d
	(1-1000) : (15-100)	2d		(1-1000) : (8-100)	2d
	(4-500) : (3-1000)	2d		(5-500) : (2-1000)	2d
	(2-500) : (15-100)	2d		(1-500) : (4-100)	2d
	(3-1000) : (5-1000)	2b		(1-1000) : (1-1000)	2a
	(5-1000) : (16-500)	2d		(1-1000) : (2-500)	2d
	(1-1000) : (16-100)	2d		(1-1000) : (10-100)	2d
	(5-500) : (4-1000)	2d		(2-500) : (1-1000)	2d
	(1-500) : (8-100)	2d		(1-500) : (5-100)	2d
101 %-120 %	(4-1000) : (5-1000)	2b	161 %-166 %	(5-1000) : (8-500)	2d
	(5-1000) : (12-500)	2d		(1-1000) : (8-100)	2d
	(1-1000) : (12-100)	2d		(5-500) : (2-1000)	2d
	(5-500) : (3-1000)	2d		(1-500) : (4-100)	2d
	(1-500) : (6-100)	2d		(1-1000) : (2-500)	2d
	(3-1000) : (4-1000)	2b		(1-1000) : (10-100)	2d
	(3-1000) : (8-500)	2d		(2-500) : (1-1000)	2d
	(3-1000) : (40-100)	2d		(1-500) : (5-100)	2d
	(3-500) : (2-1000)	2d	167 %-200 %	(3-1000) : (2-1000)	2b
	(3-500) : (20-100)	2d		(4-1000) : (3-1000)	2b
	(2-1000) : (3-1000)	2b		(5-1000) : (8-500)	2d
	(1-1000) : (3-500)	2d		(1-1000) : (8-100)	2d
	(1-1000) : (15-100)	2d		(5-500) : (2-1000)	2d
	(4-500) : (3-1000)	2d		(1-500) : (4-100)	2d
	(2-500) : (15-100)	2d		(5-1000) : (4-1000)	2b
126 %-133 %	(1-1000) : (1-1000)	2a		(5-1000) : (8-500)	2d
	(1-1000) : (2-500)	2d		(1-1000) : (8-100)	2d
	(1-1000) : (10-100)	2d		(5-500) : (2-1000)	2d
	(2-500) : (1-1000)	2d		(1-500) : (4-100)	2d
	(1-500) : (5-100)	2d	201 %-250 %	(4-1000) : (3-1000)	2b
	(4-1000) : (5-1000)	2b		(3-1000) : (2-1000)	2b
	(5-1000) : (12-500)	2d		(3-1000) : (4-500)	2d
	(1-1000) : (12-100)	2d		(3-1000) : (20-100)	2d
	(5-500) : (3-1000)	2d		(3-500) : (1-1000)	2d
	(1-500) : (6-100)	2d		(3-500) : (10-100)	2d
	(3-1000) : (4-1000)	2b		(5-1000) : (3-1000)	2b
	(3-1000) : (8-500)	2d	251 %-300 %	(2-1000) : (1-1000)	2b
	(3-1000) : (40-100)	2d		(1-1000) : (1-500)	2c
	(3-500) : (2-1000)	2d		(1-1000) : (5-100)	2d
134 %-150 %	(3-500) : (20-100)	2d		(4-500) : (1-1000)	2d
	(5-1000) : (4-1000)	2b		(2-500) : (5-100)	2d
	(5-1000) : (8-500)	2d		(5-1000) : (3-1000)	2b
	(1-1000) : (8-100)	2d	301 %-400 %	(5-1000) : (2-1000)	2b
	(5-500) : (2-1000)	2d		(5-1000) : (4-500)	2d
	(1-500) : (4-100)	2d		(1-1000) : (4-100)	2d
	(1-1000) : (1-1000)	2a		(5-500) : (1-1000)	2d
	(1-1000) : (2-500)	2d		(1-500) : (2-100)	2d
	(1-1000) : (10-100)	2d	401 %-500 %	(3-1000) : (1-1000)	2b
	(2-500) : (1-1000)	2d		(3-1000) : (2-500)	2d
	(1-500) : (5-100)	2d		(3-1000) : (10-100)	2d
	(4-1000) : (5-1000)	2b		(6-500) : (1-1000)	2d
	(5-1000) : (12-500)	2d		(6-500) : (10-100)	2d
	(1-1000) : (12-100)	2d			
	(5-500) : (3-1000)	2d			
	(1-500) : (6-100)	2d			

BIJLAGEN

BIJLAGE I

Gegevens met betrekking tot de in de periode 1945-1960

onderneming	nominaal	conversie- koers (p)
Lever Brothers en Unilever N.V.	75.000.000	250
N.V. Handelsmaatschappij R. S. Stokvis en Zonen	6.000.000	150
N.V. Koninklijke Nederlandsche Petroleum Maatschappij	250.000.000	290
N.V. Koninklijke Maatschappij 'De Schelde'	2.500.000	125
Algemene Kunstzijde Unie N.V.	20.000.000	170
Maatschappij Van Berkel's Patent N.V.	3.000.000	160
N.V. Schokbeton	2.000.000	200
N.V. Borneo Sumatra Handel Maatschappij	10.000.000	175-200
N.V. voorheen Ruhaak en Co.	600.000	165
Enkes N.V.	800.000	150
N.V. Verenigde Aannemersbedrijven voorheen Zwolsman	3.000.000	160-170
Heybroek-Zélander N.V.	2.200.000	160
N.V. Brouwerij 'De Drie Hoefijzers'	2.500.000	275
N.V. Houthandel voorheen P. M. en J. Jongeneel	750.000	200
Koninklijke Zwavelzuurfabrieken voorheen Ketjen N.V.	12.000.000	250
Indola N.V.	1.250.000	215
Hollandsche Beton Maatschappij N.V.	3.375.000	250
Kunstzijdespinnerij Nijma N.V.	4.650.000	200
G. H. Bührmann's Papiergroothandel N.V.	2.500.000	260
Algemene Kunstzijde Unie N.V.	29.400.000	340
N.V. Koninklijke Fabriek van Verbandstoffen, v/h Utermöhlen en Co.	932.400	200
Key en Kramer Asphalt Ruberoid N.V.	600.000	150
J. P. Wyers' Industrie- en Handelonderneming N.V.	2.500.000	300
Koninklijke Handelsmaatschappij v/h Boeke en Huiddekooper N.V.	2.000.000	225
C. van der Giessen en Zonen's Scheepswerven N.V.	1.000.000	200
Verenigde Machinefabrieken N.V.	11.200.000	160
N.V. Philips Gloeilampenfabrieken	200.000.000	240
N.V. Brouwerij d'Oranjeboom	4.400.000	225
N.V. Koninklijke Zwanenberg-Organon	10.000.000	285
N.V. Machinefabriek Du Croo en Brauns	1.200.000	150
N.V. Billiton Maatschappij	21.000.000	225
Pietersen en Co's Automobielfabriek N.V.	500.000	112
Grand-Hotel 'Krasnapolsky' N.V.	750.000	275
N.V. Zuid-Hollandsche Bierbrouwerij	800.000	225
N.V. Betonfabriek De Meteor	2.000.000	200
Koninklijke Luchtvaart Maatschappij N.V.	22.658.000	
N.V. Bronswerk	2.500.000	160
H. A. de Vries' IJzerhandel N.V.	600.000	160
N.V. Stoomspinnerij 'Twenthe'	2.000.000	185
N.V. Fabriek van Behangselpapier Gebr. Sanders	600.000	200
A. Hooimeyer en Zonen N.V.	815.000	250
Lindeteves-Jacobson N.V.	5.230.000	166½
Nieuwe Rotterdamse Courant N.V.	1.000.000	200
Algemene Kunstzijde Unie N.V.	51.126.000	460
Bensdorp Internationaal N.V.	600.000	250
N.V. Chemische Fabriek 'Naarden'	2.000.000	250
Hollandsche Bank-Unie N.V.	10.000.000	200
		225
		250
N.V. De Vereenigde Blikfabrieken	4.000.000	250
Dekkers N.V.	1.400.000	145
N.V. Meelfabrieken der Nederlandsche Bakkerij	2.000.000	300
Indola N.V.	2.850.000	360
N.V. Drukkerij De Spaarnestad	2.000.000	350
Jean Heybroek N.V.	600.000	150
J. P. Wyers' Industrie- en Handelonderneming N.V.	3.700.000	400

in Nederland uitgegeven converteerbare obligatieleningen

toegepaste conversie- techniek of variatie daarvan	aantal ter conversie benodigde obligaties (α)	aantal aandelen dat wordt verkregen (β)	nominale waarde		bedrag der bijstorting restitutie per obligatie (-C)
			obligaties (B)	aandelen (S)	
1d	1	4	1.000	100	—
2a	1	1	1.000	1.000	500,—
—	3	1	1.000	1.000	33,33
2a	1	1	1.000	1.000	250,—
2a	1	1	1.000	1.000	700,—
2a	1	2	1.000	500	600,—
2a	1	1	1.000	1.000	1.000,—
3b-1b	2	1	1.000	1.000	— 125,—, —
2a	1	1	1.000	1.000	650,—
2a	1	1	1.000	1.000	500,—
2a	1	2	1.000	500	600,—, 700,—
2b	3	2	1.000	1.000	66,67
2b	5	2	1.000	1.000	100,—
2a	1	1	1.000	1.000	1.000,—
2c	1	1	1.000	750	875,—
2c	1	1	1.000	500	75,—
2b	2	1	1.000	1.000	250,—
1b	2	1	1.000	1.000	—
2b	2	1	1.000	1.000	300,—
2b	2	1	1.000	1.000	700,—
1b	2	1	700	700	—
1b	3	2	1.000	1.000	—
2b	5	2	1.000	1.000	200,—
2d	1	2	1.000	250	125,—
1b	2	1	1.000	1.000	—
2a	1	1	1.000	1.000	600,—
2c	1	1	1.000	500	200,—
2c	1	1	1.000	500	125,—
2b	2	1	1.000	1.000	425,—
1d	3	1	500	1.000	—
2b	2	1	1.000	1.000	275,—
2a	1	1	1.000	1.000	120,—
2d	8	1	100	300	3,125
2a	1	1	1.000	1.000	1.250,—
1b	2	1	1.000	1.000	—
2a	1	1	1.000	1.000	600,—
2d	3	1	500	1.000	33,33
2b	1	1	1.000	500 + 100	110,—
2a	1	1	1.000	1.000	1.000,—
1d	1	1	500	200	—
1d	1	2	1.000	300	—
1b	2	1	250	250	—
2b	2	1	1.000	1.000	1.300,—
2c	2	5	500	100	125,—
2d	2	5	1.000	200	250,—
1d	1	5	1.000	100	—
2d	1	5	1.000	100	125,—
2d	1	5	1.000	100	250,—
2c	2	1	1.000	1.000	250,—
2a	1	1	1.000	1.000	450,—
2c	1	1	1.000	500	500,—
2d	1	3	1.000	100	80,—
2c	1	1	1.000	500	750,—
2a	1	1	1.000	1.000	500,—
2b	3	1	1.000	1.000	333,33

BIJLAGE II

DE TOEPASBAARHEID VAN DE CONVERSIETECHNIEK ZONDER TOEBETALINGS- OF RESTITUTIEREGELING

Tabel 1. *Conversiekoersen, waarbij variatie b kan worden toegepast*

$\alpha \backslash \beta$	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1	100	200	300	400	500					
2		100	150	200	250	300	350	400	450	500
3			100			200			300	
4				100	125	150	175	200	225	250
5					100	120	140	160	180	200
6						100			150	
7							100			
8								100		
9									112½	125
10									100	100

Tabel 2. *Conversiekoersen, waarbij variatie c kan worden toegepast*

nominale waarde aandelen	nominale waarde obligatie		
		1.000	500
	1.000	variatie a	—
	500	200	variatie a
	100	—	500

BIJLAGE II

Tabel 3. *Conversiekoersen, waarbij variatie d kan worden toegepast*

<div>B</div>		500										1.000				
S	<div>α</div>	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	1	2	3	4	5
	<div>β</div>															
100	1															
	2	250										500				
	4	125	250	375								250	500			
	5	100	200	300	400							200	400			
	6			250										500		
	8		125	187½	250	312½	375	437½				125	250	375	500	
	10		100	150	200	250	300	350	400	450		100	200	300	400	500
	12			125			250			375				250		
	14						200	250						200		
	15			100			187½			300				187½	250	312½
	16				125		187½		250		312½		125			
	18									250			100	150	200	250
	20				100	125	150	175	200	225	250			125	160	200
	24						125	140	160	180	200					
	25					100	120	125								
	28									150				100		
	30						100								125	
	32							100		125						
	35								100							
	36									125						
	40									100	112½	125			100	125
	45										100					100
	50											100				
500	1											100	400			
	2												100	300	400	500
	4													150		250
	5													120	160	
	6													100		
	8														100	125
	10															100
	10															
1.000	1		100	150	200	250	300	350	400	450	500	variatie b				
	2				100	125	150	175	200	225	250					
	3						100			150						
	4								100	112½	125					
	5									100						

BIJLAGE III

DE TOEPASBAARHEID VAN DE CONVERSIETECHNIEK MET TOEBETALINGSREGELING

Tabel 1. *Minimale hoogten van de conversiekoers, waarbij variatie b kan worden toegepast*

$\beta \backslash \alpha$	1	2	3	4	5
1	101	201	301	401	
2	100	101	151	201	251
3		100	101	134	167
4		100	100	101	126
5			100	100	101
6			100	100	100
7				100	100
8				100	100
9					100
10					100

Tabel 2. *Maximale hoogten van de conversiekoers, waarbij variatie b kan worden toegepast*

$\beta \backslash 2 \cdot \alpha$	2·1	2·2	2·3	2·4	2·5
1	200	400			
2	100	200	300	400	500
3		133	200	266	333
4		100	125	200	250
5			120	160	200
6			100	133	
7					
8				100	125
9					
10					100

Tabel 3. *Minimale en maximale conversiekoershoogten, waarbij variatie c kan worden toegepast*

<div> <div></div> <div>nominale waarde aandelen</div> </div>	nominale waarde obligaties		
	1.000	2·1000	2·500
		variatie b	100
	500	201-400	variatie b
	100	—	—

BIJLAGE III

Tabel 4. *Minimale hoogten van de conversiekoersen, waarbij variatie d kan worden toegepast*

<div><div></div><div>B</div></div>		500					1.000						
S	<div><div><div></div><div>α</div><div>β</div></div></div>	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5		
100	1												
	2	251					334						
	3	167	334				251						
	4	126	251	376			201	401					
	5	101	201	301	401		167	334					
	6	100	167	251	334	417	126	251					
	8		126	188	251	313			376				
	9			167					334				
	10	100	101	151	201	251	101	201	301	401			
	12		100	126	167	209	100	167	251	334	417		
	15			101	134	167		134	201	267	334		
	16			100	126	157		126	188	251	313		
	18								167				
	20		100		101	126	100	101	151	201	251		
	24				100				126	167	209		
	25						101		121	161	201		
	30			100					101	134	167		
	32								100	126	158		
	40				100			100		101	126		
	50					100				100	101		
	60								100		100		
	80									100			
	100										100		
500	1	variatie b					101 100 100	401	301 151 121 101 100	401 267 161 134	334 251 167		
	2												
	3												
	4												
	5												
	6												
	7												
	8												
	10												
	12												
	16												
	20												
1.000	1	100	101 100	151 100 100	201 101 100 100	251 126 100 100 100	variatie b						
	2												
	3												
	4												
	5												

BIJLAGE III

Tabel 5. Maximale hoogten van de conversiekoersen, waarbij variatie d kan worden toegepast

<div><div></div><div>S</div></div>	2.B	2.500					2.1000				
	α	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
	β										
100	1										
	2	500									
	3	333									
	4	250	500				500				
	5	200	400				400				
	6	166	333	500			333				
	8	125	250	375	500		250	500			
	9			333	444						
	10	100	200	300	400	500	200	400			
	12		166	250	333	416	166	333	500		
	15		133	200	266	333	133	266	400		
	16		125	187	250	312	125	250	375	500	
	18			166					333		
	20		100	150	200	250	100	200	300	400	500
	24			125	166	208		166	250	333	416
	25			120	160	200		160	240	320	400
	30			100	133	166		133	200	266	333
	32				125	156		125	187	250	312
	36								166		
	40				100	125		100	150	200	250
	48								125	166	
	50					100			120	160	200
	60								100	133	166
	64									125	156
	75									106	133
	80									100	125
	100										100
500	1	variatie b					200				
	2						133				
	3						100				
	4							266			
	5							200			
	6							160	300		
	7							133	240	320	
	8							100	200	266	333
	9								150	200	250
	10								133		
	12								120	160	200
	15								100	133	166
	16									100	125
	20										100
1.000	1		100	300	400	500	variatie b				
	2			150	200	250					
	3				133	166					
	4					125					
	5										
	6										
	8										
	10										

BIJLAGE IV

Tabel 1. *Realiseerbare toenemingen van het geplaatste aandelenkapitaal in % van het nominale bedrag van de lening bij volledige conversie*

p	techniek (1)				techniek (2)				techniek (3)	
	(a)	(b)	(c)	(d)	(a)	(b)	(c)	(d)	(b)	(d)
100	100	100	100	100	100	120-200	200	120-200	80	80
110				100	100	100-167		100-160	80	80
120				83 ¹	100	100-160		100-160	80	80
130				100	100	80-150		80-150	75	67
140		71 ¹		71 ²	100	75-133		80-133	67	67
150		67		67	100	75-133		80-133	60	40
160		62 ¹		62 ³	100	67-125		67-120	60	40
170				100	100	60-100		67-100	50	40
180		56 ¹		56 ³	100	60-100		67-100	50	40
190				100	100	60-100		67-100	50	40
200		50	50	50	100	60-100		67-100	40	40
210						50-80	50	50-80	40	40
220						50-80	50	50-80	40	40
230						50-80	50	50-80	40	40
240						50-80	50	50-80	40	40
250		40		40		50-80	50	50-80	33	33
260						40-75	50	40-67	33	33
270						40-67	50	40-67	33	33
280						40-67	50	40-67	33	33
290						40-67	50	40-67	33	33
300		33		33		40-67	50	40-67	25	25
310						33-60	50	40-50	25	25
320						33-60	50	40-50	25	25
330						33-60	50	40-50	25	25
340						33-50	50	40-50	25	25
350		28 ¹		28 ⁴		33-50	50	40-50	25	25
360						33-50	50	40-50	25	25
370						33-50	50	40-50	25	25
380						33-50	50	40-50	25	25
390						33-50	50	40-50	25	25
400		25		25		33-50	50	40-50	20	25
410						25-40		40	20	
420						25-40		40	20	
430						25-40		40	20	
440						25-40		40	20	
450		22 ¹		22 ⁴		25-40		40	20	
460						25-40		40	20	
470						25-40		40	20	
480						25-40		40	20	
490						25-40		40	20	
500		20	20	20		25-40		40		

¹ B = S = 500

² behalve bij B = 500, S = 1.000

³ B = 500, S = 100

⁴ alleen bij B = 500, S = 1.000

BIJLAGE IV

Tabel 2. *Realiseerbare toenemingen van het agio in % van het nominale bedrag van de lening bij volledige conversie*

p	techniek (1)				techniek (2)				techniek (3)	
	(a)	(b)	(c)	(d)	(a)	(b)	(c)	(d)	(b)	(d)
100	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
110					10	10-17		10-16	8	8
120				17 ²	20	20-33		20-32	16	16
130					30	24-45		24-45	23	20
140		29 ¹		29 ³	40	30-53		32-53	27	27
150		33		33	50	38-67		40-67	30	20
160		38 ¹		38 ³	60	40-75		40-72	36	24
170					70	42-70		47-70	35	28
180		44 ¹		44 ³	80	48-80		54-80	40	32
190					90	54-90		60-90	45	36
200		50	50	50	100	60-100		67-100	40	40
210						55-88	55	55-88	44	44
220						60-96	60	60-96	48	48
230						65-104	65	65-104	52	52
240						70-112	70	70-112	56	56
250		60		60		75-120	75	75-120	50	50
260						64-120	80	64-107	53	53
270						68-114	85	68-114	56	56
280						72-121	90	72-121	59	59
290						76-127	95	76-127	63	63
300		67		67		80-134	100	80-134	50	50
310						69-126	105	84-105	53	53
320						73-132	110	88-110	55	55
330						76-138	115	92-115	58	58
340						79-120	120	96-120	60	60
350		72 ¹		72 ⁴		83-125	125	100-125	63	63
360						86-130	130	104-130	65	65
370						89-135	135	108-135	68	68
380						92-140	140	112-140	70	70
390						96-145	145	116-145	73	73
400		75		75		99-150	150	120-150	60	
410						78-124		124	62	
420						80-128		128	64	
430						83-132		132	66	
440						85-136		136	68	
450						88-140		140	70	
460		78 ¹		78 ⁴		90-144		144	72	
470						93-148		148	74	
480						95-152		152	76	
490						98-156		156	78	
500		80	80	80		80-160		160		

¹ $B = S = 500$

² behalve bij $B = 500$, $S = 1.000$

³ $B = 500$, $S = 100$

⁴ alleen bij $B = 500$, $S = 1.000$

BIJLAGE IV

Tabel 3. *Realiseerbare toenemingen resp. afnemingen van de liquiditeiten in % van het nominale bedrag van de lening bij volledige conversie*

p	techniek (1)				techniek (2)				techniek (3)	
	(a)	(b)	(c)	(d)	(a)	(b)	(c)	(d)	(b)	(d)
100	0	0	0	0	0	25-100	100	20-100	- 20	- 20
110					10	10-84		10-76	- 12	- 12
120				0	20	20-100		20-92	- 4	- 4
130				30	4-95			4-95	- 2	- 13
140		0		0	5-86			12-86	- 6	- 6
150		0		0	50	13-100		20-100	- 10	- 40
160		0		0	60	7-100		7-92	- 4	- 36
170				70	2-70			14-70	- 15	- 32
180		0		0	80	8-80		21-80	- 10	- 28
190					90	14-90		27-90	- 5	- 24
200		0	0	0	100	20-100		34-100	- 20	- 20
210						5-68	5	5-68	- 16	- 16
220						10-76	10	10-76	- 12	- 12
230						15-84	15	15-84	- 8	- 8
240						20-92	20	20-92	- 4	- 4
250		0		0		25-100	25	25-100	- 17	- 17
260						4-95	30	4-74	- 14	- 14
270						8-81	35	8-81	- 11	- 11
280						12-88	40	12-88	- 8	- 6
290						16-94	45	16-94	- 4	- 4
300		0		0		20-100	50	20-100	- 25	- 25
310						2-86	55	24-55	- 22	- 22
320						6-92	60	28-60	- 20	- 20
330						9-98	65	32-65	- 17	- 17
340						13-70	70	36-70	- 15	- 15
350		0		0		16-75	75	40-75	- 12	- 12
360						19-80	80	44-80	- 10	- 10
370						22-85	85	48-85	- 7	- 7
380						25-90	90	52-90	- 5	- 5
390						29-95	95	56-95	- 2	- 2
400		0		0		32-100	100	60-100	- 20	- 20
410						3-64		64	- 18	- 18
420						5-68		68	- 16	- 16
430						8-72		72	- 14	- 14
440						10-76		76	- 12	- 12
450		0		0		13-80		80	- 10	- 10
460						15-84		84	- 8	- 8
470						18-88		88	- 6	- 6
480						20-92		92	- 4	- 4
490						23-96		96	- 2	- 2
500		0	0	0		0-100		100		

GERAADPLEEGDE LITERATUUR

- Bedrijfseconomisch Instituut der Rijksuniversiteit te Groningen, *Emissie-onderzoek*, 's-Gravenhage, 1958.
- BERVOETS, K. W. A., De moderne converteerbare obligatie, in *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfshuishoudkunde*, Jrg. 29, no. 4, 1955.
- * BESTEN, A. DEN, Converteerbare obligaties, in *Maandblad voor Bedrijfsadministratie*, Jrg. 60, no. 716, 1956.
- BERKUM, P. P. VAN, De kapitalisatie van de naamloze vennootschap, in *De Naamlooze Vennootschap*, febr./mrt. 1953.
- BOGAERT, K. A. M., De recente modificatie in de conversietechniek der converteerbare obligatie, in *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfshuishoudkunde*, Jrg. 32, no. 10, 1958.
- CORNU, J., Formes nouvelles d'obligations, in *Bulletin scientifique de l'Institut Supérieur de Commerce de la Province de Hainaut*, 1956, no. 1.
- DEWING, A. S., *The financial policy of corporations*, Vol. I, New York, 1946.
- DÉFOSSÉ, G., *La gestion financière des entreprises*, Deel II, Parijs, 1952.
- DIEPENHORST, A. I., *Struktuur en Politiek*, Purmerend, 1956.
- DIEPENHORST, A. I., Een nieuwe anti-verwateringsclausule, in *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfshuishoudkunde*, Jrg. 33, no. 8, 1959.
- GEORGAKOPOULOS, L. N., Problematik der Wandelschuldverschreibungen, in *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Konkursrecht*, 1957.
- GOBLET, M., *Les techniques de financement par actions et obligations aux États-Unis d'Amérique*, Parijs 1959.
- HACCOÛ, J. F., De converteerbare obligatie, in *Tijdschrift voor Vennootschappen, Verenigingen en Stichtingen*, Jrg. 2, no. 7, 1959.
- HACCOÛ, J. F., Vraagstukken van na-oorlogse financiering der niet-financiële Nederlandse ondernemingen, in *Economisch kwartaaloverzicht van de Amsterdamse Bank*, no. 127, 1960.
- HESSE, H., *Die Industrie Obligation*, Berlin, 1940.
- HILLS, G. S., *Convertible securities, legal aspects and draftmanship*, *California Law Review*, no. 1, 1930.
- KOCHBECK, H., *Das Schicksal der ersten deutschen Wandelanleihen*, Bonn, 1953.
- LANGE, A. TH. DE, *Het ondernemerschap van de aandeelhouder*, Leiden, 1960.
- LANGE, A. TH. DE, *Beleidselementen in een dynamische financieringstheorie*, Leiden, 1957.
- LARCIER, R., Les titres convertibles, *Revue de la Banque*, no. 2, 1954.
- MEY, J. L. EN SNEL, P. M. M. H., *Theoretische bedrijfseconomie II*, 's-Gravenhage, 1958.
- MINZ, W., Wandelschuldverschreibungen in Deutschland, in *Zeitschrift für handelswissenschaftliche Forschung*, 1952.
- MOREAU-NÉRET, O., *Les valeurs françaises depuis 1940*, Paris, 1957.
- MÜLLER, H. R., *Convertible Bonds, insbesondere nach schweizerischer Rechte*, Zürich, 1936.
- PANCHAUD, R. F., A quand les émissions d'obligations convertibles en Suisse?, in *Wirtschaft und Recht*, no. 3, 1957.
- PILCHER, C. J., *Raising capital with convertible securities*, Michigan, 1955.
- * PILLER, L., Een wetenschappelijke studie over converteerbare obligaties, in *Bank- en Effectenbedrijf*, Jrg. 1, no. 5, 1953.
- * RAVESTIJN, H. VAN, Enkele opmerkingen over de betekenis van de converteerbare obligatie als financieringsinstrument, in *Naamlooze Vennootschap*, Jrg. 31, no. 6, 1953.

- ROSSET, P. R., *Les titres américains. Les actions sans valeur nominale. Les obligations convertibles et participantes*, Lausanne, 1931.
- RUSCH, H., *Die Wandelschuldverschreibung*, Berlin, 1956.
- SCHEFFER, C. F., De converteerbare obligatie als beleggingsobject en financieringsfiguur, in *Economisch Kwartaaloverzicht van de Amsterdamse Bank*, no. 129, 1960.
- SCHOLTEN, W., Converteerbare obligaties, in *Weekblad voor Fiscaal Recht*, Jrg. 86, no. 4360, 1957.
- SLOOFF, F. L. G., De verwantschap tussen speculatie in converteerbare obligaties en premie-affaires, in *Bank- en Effectenbedrijf*, Jrg. 5, no. 6, 1957.
- SNEL, P. M. M. H. EN MEY, J. L., *Theoretische Bedrijfseconomie II*, 's-Gravenhage, 1958.
- Stichting voor Economisch Onderzoek der Universiteit van Amsterdam, *De Nederlandse converteerbare obligatie*, Leiden, 1951.
- ULPE, BR., *Convertible Bonds bei der Unternehmungsfinanzierung in den Vereinigten Staaten von Amerika unter besonderer Berücksichtigung der Jahre 1930-1940*, Bonn, 1951.



Bibliotheek K. U. Brabant



17 000 01128609 4